

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE
MARCHÉ DE LONDRES

ENVISAGÉ SPÉCIALEMENT AU POINT DE VUE DE

L'ÉMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE

Le jeudi 30 octobre 1913, à 3 heures

PAR

Jacques D. MAYER

Président : M. L. CAUWÈS, *professeur.*
Suffragants { MM. PERREAU, *professeur.*
TRUCHY, *professeur.*

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU

RECUEIL SIREY

22, rue Soufflot, PARIS-5^e

Léon TENIN, Directeur

1913

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE
MARCHÉ DE LONDRES

ENVISAGÉ SPÉCIALEMENT AU POINT DE VUE DE
L'ÉMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE

Le jeudi 30 octobre 1913, à 3 heures



PAR

Jacques D. MAYER

Président : M. L. CAUWÈS, *professeur.*
Suffragants { MM. PERREAU, *professeur.*
TRUCHY, *professeur.*

LIBRAIRIE

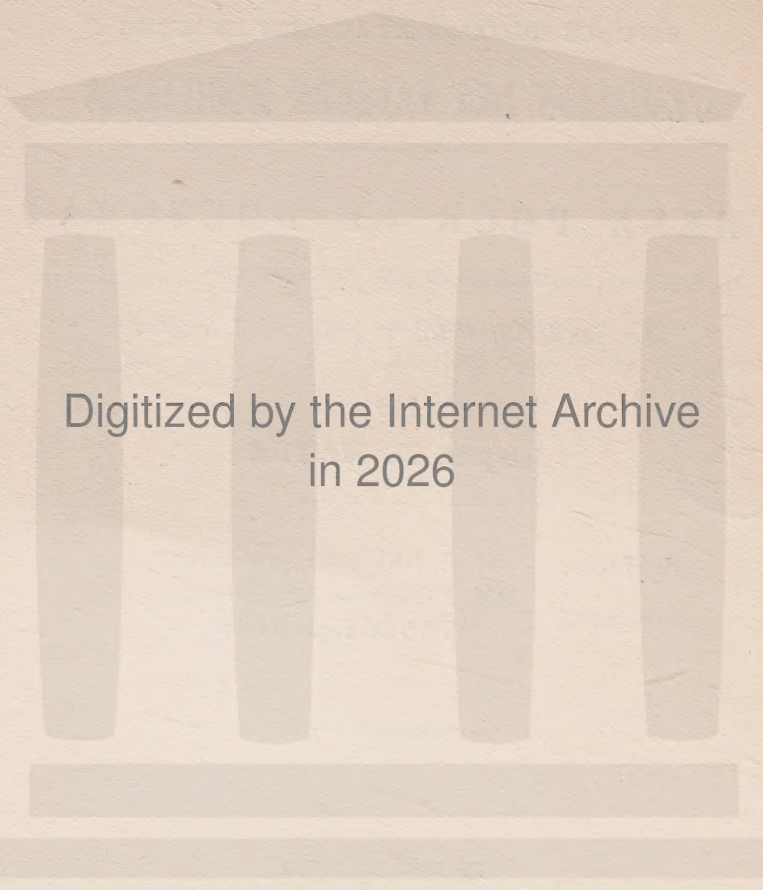
DE LA SOCIÉTÉ DU

RECUEIL SIREY

22, Rue Soufflot, PARIS, V.

Léon TENIN, Directeur

1913



Digitized by the Internet Archive
in 2026

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	5

CHAPITRE PREMIER

Aperçu historique du fonctionnement des émissions

Banque d'Angleterre	11
Joint Stock Banks. Leur formation et leur politique .	17
Emprunts publics au XVIII ^e siècle à Londres et en Hol- lande	34
Merchant bankers. Emprunts étrangers.	42
Développement des émissions. Sociétés par actions. .	48

CHAPITRE II

Forme et mécanisme de l'underwriting

Comment il intervient sur le marché de Londres

Définition de l'underwriting. Son fonctionnement . .	58
Commission d'underwriting.	65
Attribution de l'underwriting	70
Situation des underwriters	72
Qui sont les underwriters	75
Raisons de l'efficacité moins grande du système. . .	84

Les Joint Stock banks peuvent-elles prendre en mains l'émission des valeurs mobilières.	93
Rôle actuel des Joint Stock banks dans le système de l'underwriting. Avances sur titres. Importance de leurs dépôts.	101

CHAPITRE III

Admission à la cote. Publicité

Admission à la cote.	110
Admission à la cote officielle	119
Prospectus	124
Contenu du prospectus	128
Registrar of Joint Stock Companies	132
Sanctions prévues par la loi anglaise.	134
Responsabilité du promoteur	141
Comparaison avec la publicité en France. Prospectus de 1907. Projets de réforme.	143
Underwriting et publicité	151

CHAPITRE IV

Valeurs mobilières cotées à Londres

Statistiques des valeurs anglaises.	155
Fonds anglais. Emprunts de villes	158
Chemins de fer anglais	169
Fonds coloniaux	177
Valeurs industrielles. Trusts. Banques. Brasseries. Mé- tallurgie et Mines. Sociétés territoriales. Com- merce et Industrie.	184
Valeurs étrangères. Fonds d'États et chemins de fer. .	196

Statistiques du capital anglais employé à l'étranger.	
Comparaison avec la France	205
Emissions nouvelles	215

CHAPITRE V

Comparaison des systèmes d'émissions usités à Paris et à Londres

*Concentration financière en France. Division du travail
en Angleterre.*

Mécanisme du placement en France. Placement direct.	
Caractère de la bourse de Paris	221
Conséquences financières, politiques et économiques de la concentration financière	232
Division du travail à Londres	241
Organisation de la Cité. <i>Joint Stock banks</i>	243
<i>Bill brokers</i>	245
<i>Stock brokers et Jobbers</i>	249
<i>Merchants</i>	255
CONCLUSION	259
BIBLIOGRAPHIE	

Erratum

Page 161, ligne 7, au lieu de « Trust », lire « Trustee ».

LE MARCHÉ DE LONDRES

ENVISAGÉ SPÉCIALEMENT AU POINT DE VUE DE L'ÉMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES

INTRODUCTION

Le marché financier de Londres est très différent de celui de Paris. Banquiers et intermédiaires y opèrent en plus complet accord ; la division du travail y est poussée plus loin. Ses ressources sont plus considérables parce que les dépôts dans les banques sont beaucoup plus abondants. Les émissions de valeurs mobilières y atteignent chaque année un chiffre qui dépasse sensiblement celui qui est réalisé à Paris. Par contre, en Angleterre, le placement des titres émis ne paraît pas aussi bien organisé que chez nous.

Nous nous efforcerons, dans le présent travail, d'exposer comment on procède aux émissions sur la Place de Londres. A Paris, lorsque les banquiers ou émetteurs se proposent d'introduire une nouvelle valeur ils forment un Syndicat, véritable

association en participation, dans laquelle la personnalité des membres disparaît derrière celle du gérant. Ce Syndicat a pour objet de placer le plus rapidement possible les titres qui font partie de l'émission, soit par la bourse, soit par la vente aux guichets. Les membres du Syndicat n'ont aucune part directe dans ces opérations ; ils versent seulement la somme qui correspond à leur participation et sont informés des résultats du Syndicat, lorsque celui-ci prend fin, c'est-à-dire parfois plusieurs mois après la souscription.

En Angleterre, dans la plupart des cas, rien de semblable n'existe. Il n'y a pas lieu à constitution de Syndicats. Pour assurer le succès des émissions et ne pas prendre seuls les risques de la souscription, les émetteurs procèdent de la façon suivante. Ils traitent avec des personnes qui, moyennant une commission, prennent l'engagement de lever une certaine quantité des titres émis, au cas où le public n'aurait pas souscrit à la totalité de l'émission. Un tel engagement qui se forme toujours, bien entendu, avant le jour de la souscription publique, est un contrat d' « underwriting » ; ceux qui le prennent sont les « underwriters ». Entre les différents underwriters il n'y a aucun lien. Chacun d'eux est seulement tenu, vis-à-vis de l'émetteur, de lever une certaine quantité de titres, s'il y a lieu, et au prix fixé. D'ail-

leurs il peut les vendre tout de suite après. Il est libre d'opérer au prix et à l'époque qui lui conviennent ; il n'y a pas d'opérations collectives.

Le procédé de l'underwriting ainsi que toute la pratique actuelle du marché de Londres dérive de longues traditions. Il a été importé de Hollande à la fin du XVIII^e siècle et, pour le comprendre, il nous faudra jeter un coup d'œil en arrière. Ce procédé a pu subsister jusqu'à nos jours grâce à l'activité de la Bourse de Londres, où les négociations à terme n'ont rien perdu de leur ampleur et où affluent tous les capitaux du pays. Les underwriters sont ainsi assurés d'un marché large pour la vente des titres qu'il leur faudra lever. En outre, les ressources importantes dont les banques disposent pour accorder des avances sur titres facilitent le système de l'underwriting. Ce sont là des points que nous aurons à examiner. Notre étude, tout en portant particulièrement sur les émissions sera donc assez générale et aura pour objet l'organisation tout entière du marché de Londres.

Nous examinerons successivement — le développement historique de l'émission sous la direction des merchant bankers (banquiers privés) — le placement actuel des émissions par le système de l'underwriting, les conditions de son fonctionnement — la publicité relative à l'émission des valeurs mo-

bilières, — enfin les traits les plus caractéristiques des organisations financières de Londres et de Paris.

Le lecteur trouvera dans le quatrième chapitre quelques indications sur les valeurs qui figurent à la cote de Londres. En effet, il ne nous paraît pas possible de juger un système d'émission sans connaître les résultats qu'il a donnés. En outre, il apparaîtra mieux ainsi quel rôle l'étude de la finance, au sens réel du mot, doit jouer dans l'économie nationale.

L'examen des faits nous amènera à conclure que le classement des titres émis sur le marché de Londres laisse à désirer. Le jour est proche, sans doute, où les grandes banques de dépôts anglaises s'organiseront comme les nôtres et mettront directement le papier émis entre les mains du capitaliste qui le garde. Cette formule est tentante ; elle a rallié tous les financiers du continent qui déclarent que les titres, comme les marchandises, doivent aller autant que possible directement au consommateur, sans intermédiaires. Mais il ne faut pas oublier, et des esprits critiques en ont déjà fait la remarque, qu'entre les valeurs mobilières et les marchandises il y a une différence fondamentale. Les dernières sont réellement consommées, les premières, au contraire, reviennent souvent sur le marché. Un système de placement qui étouffe-

rait ce marché conduirait forcément le pays qui l'emploierait à des embarras financiers. Aussi avons-nous cru nécessaire d'étudier avec quelque détail les conditions de la Bourse à Londres et à Paris.

La crise qui sévit actuellement sur tous les marchés et qui provient avant tout des événements politiques et du nombre trop élevé des émissions faites dans les dernières années a mis en lumière très clairement le point faible de chacun des deux systèmes.

A Londres, les underwriters, surchargés de titres qu'ils ne peuvent vendre sans perte, ne soutiennent plus les nouvelles émissions. A Paris, le public, lorsqu'il veut se faire quelque argent en réalisant une partie de ses placements, s'aperçoit que son papier n'a aucun marché et les cours baissent sans contre-partie, ce qui vaut à l'ensemble des porteurs des pertes sensibles.

Une étude du genre de celle que nous entreprenons ne peut donc comporter de conclusion absolue. Elle doit se borner à mettre en lumière les caractères particuliers des procédés financiers usités sur la Place de Londres.

CHAPITRE PREMIER

Aperçu historique du fonctionnement des émissions

Bibliographie

Sur les origines du marché anglais et surtout de la Banque d'Angleterre, on consultera les ouvrages suivants :

ASHLEY. — Introduction to the english economic history and theory.

BARINE. — History of the Bank of England.

FRANCIS. — History of the Bank of England.

— Chronicles of the Stock Exchange.

BISHOP. — Rise of the Money Market, 1640-1826.

ROGERS. — The first nine years of the Bank of England.

BAGEHOT. — Lombard street, traduction française, 1873 et 1900.

CUNNINGHAM. — The growth of english industry & commerce.

MACAULAY. — Histoire Générale.

PALGRAVE. — Bank rates and the money market.

ANDRÉADÈS. — Histoire de la Banque d'Angleterre.

Avant d'exposer le mécanisme actuel de l'émission à Londres il faut montrer les raisons historiques qui, d'une part, ont décidé les grandes banques de dépôt à s'en écarter et, d'autre part, engagé les banquiers privés à s'en occuper très activement.

Les banques anglaises (Joint Stock Banks) n'ont pris, jusqu'à ces derniers temps, aucune part ac-

tive dans l'émission des valeurs à Londres. Cette réserve s'explique par les conditions spéciales dans lesquelles elles se sont créées et développées.

Les plus anciennes d'entre elles datent de la première moitié du ^{xix}^e siècle c'est-à-dire qu'elles sont apparues fort tard, puisque les opérations de banque sont traitées en Angleterre depuis le début du ^{xvii}^e siècle. Leur naissance fut retardée et contrariée par la Banque d'Angleterre.

En effet, cet établissement, fort de son privilège d'émettre des billets et jaloux de sa situation prépondérante dans le marché financier prétendit longtemps posséder le monopole exclusif de toutes les opérations de banque, tout au moins à Londres. Nous indiquerons en quelques lignes que son histoire peut, dans une certaine mesure, expliquer cette attitude.

Banque d'Angleterre. — Créée en 1694 (1), autant pour soutenir le parti Whig que pour servir au commerce dont l'activité et le développement s'accommodaient mal des orfèvres et des usuriers (2), elle fut, dès ses débuts, un excellent

1. On lira avec intérêt dans Macaulay, l'histoire de la vie aventureuse de William Paterson, le véritable fondateur de la Banque d'Angleterre.

2. Sur le marché monétaire anglais aux ^{vi}^e et ^{xvii}^e siècles voir Ashley. *Introduction to the british economic history and theory.*

instrument financier. Ses fondateurs ne prirent pas comme modèle la Banque d'Amsterdam, l'établissement le plus puissant du continent, qui, en réalité, était une simple Caisse de Dépôts. La Banque d'Angleterre fut créée pour être une véritable banque d'escompte dont les directeurs, recrutés parmi les Marchands de la Cité, la maintiendraient toujours en contact avec la communauté commerciale (1).

Pour assurer sa Trésorerie, la Banque attirait les dépôts en payant un bon intérêt en même temps que la circulation régulière de ses billets, remboursables à vue, assainissait la situation monétaire et diminuait les taux usuraires pratiqués auparavant (2). Dans un temps où la circulation métallique était très mauvaise, les billets de la Banque rendirent les plus grands services au pays (3).

1. Elle s'inspirait en cela plutôt de l'exemple de la Banque de Suède et bien aussi, il faut le dire, des principes des orfèvres (goldsmith) qui, depuis un siècle, arrivaient constamment de Hollande et du Continent. Cf. Andréadès. *Histoire de la Banque d'Angleterre*.

2. Michel Godfrey. *A short account of the Bank of England*. L'auteur, qui est un des fondateurs de la Banque d'Angleterre, énumère avec fierté les bienfaits d'un taux de 4 % !

3. Sur la dépréciation des monnaies métalliques, la plupart du temps fausses ou rognées, l'on trouvera des détails intéres-

Aussi la Banque eut-elle, dès ses débuts, les faveurs de la Cité ; néanmoins son histoire fut agitée (1). Les crises les plus violentes qu'elle eut à traverser furent causées la première par l'échec de la Banque Foncière (Landbank) en 1696, la seconde par la débâcle de la Compagnie de la Mer du Sud, après le célèbre Bubble Act de 1720. Mais grâce à l'habileté de ses directeurs elle en sortit toujours plus forte et devint bientôt indispensable au Gouvernement comme au monde commercial.

A partir de 1742 les privilèges de la Banque furent renouvelés sur les bases suivantes :

1° Elle a le droit d'émettre des billets dans toute l'Angleterre ;

2° Elle a le monopole de cette émission dans un rayon de 65 milles à partir de la Tour de Londres ;

3° Dans le reste de l'Angleterre aucune association de plus de six personnes n'a le droit d'émettre de billets, plus exactement d'emprunter, de devoir ou de recevoir une somme quelconque de

sants dans Rogers. *Les neuf premières années de la Banque d'Angleterre*, et Ashley. *Introduction to the British economic history of theory*.

1. Cf. R.-G. Lévy. *Banques d'émission et Trésors publics*, p. 274 et suiv. On trouvera dans le livre d'André Ades. *Histoire de la Banque d'Angleterre*, écrit en français, le récit détaillé de toutes les crises depuis la fondation de la Banque jusqu'à nos jours.

monnaie sur des billets payables à vue ou pour un temps inférieur à six mois.

Cette formule empêchait la constitution, même en dehors de Londres, d'une banque réunissant des capitaux importants.

Tout extraordinaire que paraisse le fait, la Banque d'Angleterre ne créa pas de succursales en province ; il fallut donc que les besoins de la circulation hors de Londres fussent assurés par ces banques privées de moins de six associés prévues par le statut de 1742 ; elles se développèrent très rapidement, — 400 furent créées entre 1742 et 1793 — ; la plupart de ces banques n'avaient qu'une réserve métallique insuffisante ; il ne pouvait en être autrement : ces petits établissements, trouvant dans l'émission des billets un moyen facile de gagner de l'argent, devaient être à la merci des crises économiques, d'autant que la Banque d'Angleterre se refusait souvent à les soutenir. Même lorsque les associés avaient une fortune suffisante pour rembourser le passif, un « run » inopiné, c'est-à-dire une brusque demande de retrait de capitaux faite en même temps par plusieurs déposants sous la pression d'une inquiétude ou d'une crise, les forçait à suspendre leurs paiements. En 1793, à la suite de mauvaises récoltes et de la déclaration de guerre, 26 banques provinciales firent faillite (1).

1. Cf. Bishop. *Rise of the Money Market*, 1640-1826.

La mauvaise organisation des banques provinciales est une des raisons qui décidèrent Peel à faire voter, en 1844, l'Act en faveur de la Banque d'Angleterre. Ce côté de la question n'intéresse pas notre étude. Mais le grand développement de ces banques privées eut une autre conséquence, qu'il est bon d'indiquer ici. C'est grâce à lui que les Joint Stock Banks trouvèrent plus tard, lorsqu'elles voulurent créer des succursales en province, des organismes tout prêts qu'il leur suffît de racheter, à la plus grande satisfaction de tout le monde.

Pendant les guerres de l'Empire, la Banque d'Angleterre fut le grand soutien du Gouvernement de Pitt (1). Protégée par l'Act de Restriction qui dès 1797 interdit le remboursement de

1. Pitt, en véritable Anglais, ne crut pas que la France pourrait résister longtemps avec des finances déplorables, en banqueroute, et une planche à assignats, d'où ne sortait plus que du papier sans valeur. C'est ainsi qu'il fut entraîné à cette guerre ruineuse. Il y a là une différence de mentalité entre les deux pays qui se retrouve dans toutes les manifestations de la vie politique et même économique. A rapprocher le jugement suivant. « On a eu cent fois raison de faire la critique des idées anglaises en montrant que le véritable but de l'*Economie politique* est l'homme et non la richesse » (Cauwès, *Economie politique*, t. I, n° 8.) Même en Angleterre il est juste de l'ajouter, Adam Smith et son école rencontrèrent parfois quelques adversaires. Cf. Purves (Simon Gray), le grand contradicteur du célèbre économiste anglais.

ses billets en numéraire, elle fut l'intermédiaire grâce auquel la Cité souscrivit sous la forme d'emprunts publics, à des sommes qui frappent encore l'imagination. Il suffit de rappeler que la Dette anglaise passa en trente ans de moins de quatre milliards de francs à plus de vingt milliards ! L'augmentation des emprunts n'alla pas sans celle des impôts et les charges fiscales pendant quelques années, furent écrasantes. Les recettes du Budget s'élevèrent de 17 millions de livres en 1794 à 60 millions dans les premières années du XIX^e siècle.

Nulle part il n'est possible de juger avec plus de force de l'importance des facteurs économiques dans l'histoire d'un peuple ; car enfin cet effort aurait-il pu être fourni sans les prodigieuses richesses que procurèrent tout à coup à l'Angleterre les perfectionnements apportés à la technique du tissage et la mise en valeur des gisements houillers (1). Un historien anglais le dit fort bien : « L'Angleterre dut son salut à ses manufactures de coton et à la machine à vapeur (2). »

1. En moins de quarante ans l'Angleterre fut transformée d'un pays agricole en un pays industriel. Il faut, pour bien saisir la rapidité de cette évolution, lire les livres de Cunningham. *The growth of english Industry and Commerce* et de Rogers. *L'interprétation économique de l'histoire* (traduction française).

2. Lecky. *History of England in the 18 th. Century.* p. 218.

Joint Stock Banks. Leur formation et leur politique. — Il est aisé de comprendre ce qui se produisit après la fin de la période des guerres de l'Empire. Les commerçants, industriels et capitalistes ne furent plus sollicités de couvrir les dépenses militaires et les subsides à l'étranger. Bien au contraire, une partie importante de la Dette fut rapidement amortie. Bientôt, la prospérité industrielle continuant, le pays tout entier fût gorgé d'argent. La Banque d'Angleterre, comme seule banque de dépôt à Londres, ne pouvait plus suffire.

Mais les directeurs, remplis du souvenir des années glorieuses que la Banque venait de traverser et des services éminents qu'elle avait rendus au pays ne voulaient pas admettre de concurrence. Il fallut plus d'un demi-siècle pour dissiper tout à fait ce mauvais vouloir (1).

Pendant longtemps, les fonctions des banques de dépôts avaient été considérées comme inséparables de celles des banques d'émissions ; les unes n'allaient pas sans les autres. Comme la Banque d'Angleterre avait le monopole de l'émission à Londres, aucune autre banque ne pouvait se former à côté d'elle. Au surplus, nous l'avons dit, les Directeurs de la Banque veillaient avec vigilance à écarter les concurrents. Même en Province, quoi-

1. Il va sans dire que, de nos jours, les Joint Stock Banks et la Banque d'Angleterre travaillent en complet accord.

que n'y établissant pas de succursales, la Banque ne voyait pas d'un bon œil les Banques d'émission et n'intervenait guère dans les crises violentes qui les ébranlaient constamment.

En tout ceci, la Banque faisait preuve d'une politique trop étroite ; elle eût évité elle-même des secousses dangereuses si le crédit provincial avait été mieux organisé. Au début du xix^e siècle, le marché d'Amsterdam ayant perdu son importance, Londres devint le grand centre monétaire du monde : aussi les besoins des échanges et du commerce exigeaient-ils des banques nouvelles. Le sentiment public les réclamait avec force ; en même temps, il était hostile aux banquiers privés, et cette méfiance n'était que trop justifiée par les pertes que les faillites des Banques provinciales ne cessaient de causer depuis la fin du xviii^e siècle. Assurément, ces établissements de moins de six associés recevaient des dépôts et leur instabilité faisait courir de grands risques à l'épargne du pays. La tentation d'émettre des billets au delà de leurs ressources était trop forte et, il faut bien le reconnaître, les conditions de travail étaient spécialement difficiles pour les petites établissements privés. L'histoire des Banques provinciales de cette époque est mal connue ; néanmoins Bishop (1) montre clairement

1. Cf. Bishop, *op. cit.*

combien il leur était malaisé de conduire leurs opérations, à cause du mauvais état de la monnaie et des voies de communications défectueuses qui ne permettaient pas de se porter aide mutuellement avec rapidité. Adam Smith vante déjà les avantages que les sociétés à forts capitaux, cependant fort peu répandues, présenteraient pour la conduite des opérations de banque ; elles s'imposent à ses yeux, par l'extension qu'elles peuvent donner à leurs affaires et la sécurité qu'elles offrent à leurs déposants (1).

Les partisans de la réforme ne manquaient pas de se servir de l'exemple de l'Ecosse : ce pays possédait trois importants établissements de banque par actions, la Bank of Scotland, fondée en 1697, la Royal Bank of Scotland (1747) et la British Linen Co (1746), (2) sans compter plusieurs autres moins considérables. Or, en 1825, lors d'une crise qui ébranla le crédit dans toute l'Angleterre, il n'y eut

1. Il semble qu'à ce point de vue les économistes de l'époque aient vu plus clair que les banquiers. Bagehot raconte que parmi ceux-ci une autorité, Lord Overstone ne craignait pas de dire que : « Tout ce qui est nécessaire aux affaires de banque... fait défaut aux banques par actions. » Bagehot, édition française Lombard Street, page 238 et suivantes.

2. La première de ces banques était incorporée par le Parlement, les deux autres par Charte Royale.

pas une faillite de banque en Ecosse, où, cependant, l'émission était libre. L'argument était grand en faveur des banques par actions.

Désireux de remédier à la mauvaise organisation du crédit provincial, Peel autorisa la création en dehors de Londres de banques de plus de six associés. La plus puissante des banques provinciales actuelles, la Manchester and Liverpool District Bank date de cette époque (1829). Elle a seulement perdu son droit d'émission par un accord tacite avec la Banque d'Angleterre.

Il fallut aller plus loin ; un économiste anglais célèbre, Thomas Joplin, mit tous ses efforts à faire admettre à Londres même la création des Joint Stock Banks, c'est-à-dire des banques par actions. Il est le premier, semble-t-il, qui ait montré clairement que l'acte de 1742 interdit seulement l'émission des billets à vue à de tels établissements, mais ne défend pas de recevoir des dépôts, de prendre de l'escompte, et d'ouvrir des comptes de chèques, mode de paiement que les Merchant Bankers avaient importé de Hollande, et qui se répandait très rapidement en Angleterre. Cette vigoureuse campagne eut des résultats.

La première banque de dépôts par actions, croyons-nous, fondée à Londres, est la Capital and Counties Bank, en 1834 ; deux ans plus tard se constituèrent la London Joint Stock Bank et la

London County et Westminster Bank (1), qui prit dès sa création, sous l'éminente direction de Gilbert (2), un grand développement.

Ces nouvelles banques furent accueillies avec très grande faveur par le monde commercial, avec hostilité par la Banque d'Angleterre. Celle-ci, qui avait longtemps subvenu aux besoins financiers de la place, et qui, aux moments les plus critiques de l'histoire du pays, avait brillamment rempli son rôle (3), ne voulait pas de ces nouvelles venues. Elle refusa, pour leur rendre l'existence plus difficile, d'escompter leur papier lorsqu'elles étaient embarrassées (4). Néanmoins les nouvelles banques vécurent. En 1839 deux établissements, l'Union Bank et la London et County Bank, se constituèrent. Il est fort probable qu'un grand nombre de nouvelles créations auraient suivi si

1. Primitivement Westminster Bank.

2. Auteur d'un traité sur les opérations de banque, qui est encore lu en Angleterre.

3. Nous voulons parler plus spécialement de la gestion de la dette publique, au milieu des difficultés financières du gouvernement de Pitt. La Banque n'a pas cessé, jusqu'à nos jours, d'être le caissier du Trésor et le gérant de la Dette ; c'est le seul pays où ces services soient confiés à un établissement privé.

4. La Banque elle-même se trouva dans des situations critiques. Il fallut, en 1838, que la Banque de France vînt à son secours et lui fit une avance de 50 millions de francs.

Peel, en 1845, n'avait, sur les instances de la Banque d'Angleterre, fait voter une loi suivant laquelle aucune nouvelle société de banque par actions ne pouvait se former, à moins que les actions ne fussent de £ 100 chacune (2.500 francs), dont la moitié versée (1).

La loi de 1845 rendit la constitution de nouvelles banques presque impossible, car de telles coupures n'étaient pas accessibles au public. En ou-

1. Il ne faut pas confondre la loi de 1845 avec le fameux Act de 1844, qui règle l'émission des billets en Angleterre. Suivant les termes de cet Act, la Banque d'Angleterre a le monopole de l'émission pour l'Angleterre et le Pays de Galles. Les banques d'émission existant en 1844 conservent leur privilège qui, au fur et à mesure de leur disparition, passe à la Banque. Celle-ci est divisée en deux départements, celui de la Banque et celui de l'Emission, qui fonctionnent séparément. Le département de l'Emission est exclusivement chargé de la création et du remboursement des billets. Les billets émis représentent exactement l'encaisse métallique de la Banque, augmentée d'un montant autorisé qui de £ 14.000.000 en 1844 a passé à £ 18.450.000 de nos jours (ces sommes constituent l'ensemble des dettes de l'Etat vis-à-vis de la Banque). Les billets sont remis au département de la Banque qui les emploie à ses opérations, en veillant soigneusement à en conserver dans ses caisses une réserve importante (toujours 40 à 50 % de ses engagements). Cette réserve est nécessaire car le système, conçu sous l'influence des excès commis dans l'émission par les banques provinciales, est rigide et ne permet pas d'augmenter en cas de besoin la circulation fiduciaire. A différentes reprises, il a fallu suspendre l'Act de 1844.

tre, les banques anglaises, pour une meilleure répartition des risques, n'ont jamais voulu appeler plus d'une petite part (le quart et le cinquième) du nominal de leurs actions, afin que les sommes dont le versement est différé soient une garantie pour leurs déposants et leurs créanciers.

La loi de 1845 eut un double résultat. Elle empêcha la création de nouvelles banques. Mais aussi quoique ce ne fût pas du tout dans les intentions de Peel, elle facilita le succès des Joint Stock Banks qui étaient déjà constituées. Elle conférait, en effet, à ces établissements, une espèce de monopole, en empêchant la création de banques concurrentes.

Préoccupées surtout de donner confiance à leurs déposants et d'étendre leurs opérations commerciales, les Joint Stock Banks ne songèrent pas à s'occuper de l'émission des valeurs mobilières. Elles avaient fort à faire de tenir leur place à côté de la Banque d'Angleterre qui conservait un rôle actif dans les opérations de banque. En effet la Banque d'Angleterre ne maintenait pas son taux d'escompte au-dessus de celui du marché, ce qui prouve qu'elle était preneur d'escompte au même titre que les autres banques (1). Au demeurant,

1. Cf. Palgrave, « Bank Rates & the Money Market » Etude très détaillée et très précise des variations du taux de la Banque d'Angleterre.

cette politique était assez dangereuse, et dans les crises fréquentes il fallut élever le taux d'es-compte jusqu'à 10 %, pour défendre l'encaisse et la réserve des billets. A trois reprises différentes, en 1847, 1857 et 1866 (1), l'acte de 1844 dut être suspendu par le Chancelier de l'Echiquier qui autorisa le Gouverneur de la Banque d'Angleterre à émettre des billets au delà du montant légal (2).

Après 1850, les dépôts dans les Banques augmentèrent beaucoup ; ils dépassent, en 1857, pour les Joint Stock Banks de Londres, un milliard de francs, contre deux cents millions en 1847. En 1856 la formation des sociétés par actions est autorisée et, en ce qui concerne spécialement les banques, l'acte de 1845 rapporté. De nouvelles banques se formèrent rapidement ; en 1862, la London et South Western Bank, en 1864, la London et Provincial Bank, en 1865, la Lloyds Bank. En 1873, il y a plus de 3 milliards de francs de dépôts dans les banques anglaises (3). La Banque d'Angleterre a peu à peu renoncé à voir dans les banques par actions des concurrentes ; celles-ci sont

1. Sur ces crises et leur périodicité voir Juglar, *op. cit.*

2. Il n'y eut même pas lieu de recourir à cette extrémité. L'autorisation seule que la Banque avait de le faire suffit à calmer la panique.

3. A la même époque, en France dans les banques par actions, il n'y avait pas plus de 300 à 400 millions de francs de dépôts.

devenues ses meilleurs clients, grâce aux dépôts qu'elles conservent dans ses caisses. Son taux est constamment, et sauf dans des circonstances exceptionnelles, au-dessus de celui du marché c'est-à-dire qu'elle ne gêne nullement dans leurs opérations d'escompte les autres établissements. Ce n'est que lorsque ces derniers n'interviennent pas que les emprunteurs qui ont du papier à faire escompter sont obligés d'aller le porter, suivant l'expression familière de la Cité, à la vieille dame (Old lady) de Threadneedle Street. Depuis longtemps, les écrivains financiers ont vu le rôle central de la Banque d'Angleterre, et fait ressortir qu'en cas de crise monétaire, c'est finalement sa réserve d'or, en général assez réduite, qui aurait à faire face aux demandes. Dans les dernières années, sous la pression des événements, et peut-être aussi pour augmenter leur indépendance vis-à-vis de la Banque, toutes les plus importantes Joint Stock Banks ont certainement constitué des réserves de métal. Il est difficile d'évaluer exactement l'importance de ces stocks particuliers, qui ne figurent pas dans les bilans des banques sous une rubrique spéciale ; mais l'on estime que, dans leur ensemble, ils forment une réserve presque équivalente à l'encaisse de la Banque (1).

1. Soit environ £ 35.000.000 (avril 1913).

L'existence de ces réserves particulières consoliderait, en

Tous les établissements de banque qui se créèrent un peu partout en Angleterre jusque vers 1875 ne devaient pas tarder à se grouper et à se concentrer, suivant le phénomène général au XIX^e siècle, dans tous les domaines du commerce et de l'industrie (1). De plus de 200, leur nombre est tombé en 1913 à 43. Et le processus de concentration est bien plus net encore si l'on songe que ces 43 établissements ont amalgamé chaque année des banques privées. Jaffé (2) note quatre périodes distinctes dans ce mouvement : 1844-1875, consolidation des banques par actions, à Londres et en province, à la place des banques privées ; 1877-1890, concentration des banques provinciales dont quelques-unes viennent à Londres ; 1890-1897, absorption de presque toutes les banques privées (3) de Londres, consolidation à Londres des grandes banques provinciales ; 1897-1909, les grandes banques de Londres s'étendent en Province par absorption ou fusion.

temps de crise, la situation de la Banque d'Angleterre. Mais, en temps normal, elles diminuent ses bénéfices, car les établissements qui les constituent retirent une partie des dépôts qu'ils font à la Banque.

1. Cf. Bourguin. *Des systèmes socialistes et l'évolution économique*.

2. Jaffé, *das englische Bankwesen*.

3. Ces banques privées n'ont rien à voir avec les Merchant Bankers, dont il est question plus loin.

C'est cette dernière période qui nous intéresse le plus, parce que c'est durant ce travail de quelques années, que les Joint Stock Banks ont pris la même physionomie et acquis la même organisation que nos établissements de crédit. L'une d'entre elles, et des plus puissantes (1), qui compte aujourd'hui plus de deux cents succursales, ne travaillait pas en province avant 1902 ; nous indiquons dans un tableau (Table B) les nombres comparés des succursales en 1908 et 1912 des dix banques les plus importantes, pour montrer combien le phénomène est récent. De nos jours trois banques ont plus de 400 succursales, douze en ont plus de 100. Ces succursales ne sont pas réparties absolument de la même manière que celles de nos établissements de crédit, elle se groupent surtout dans les grands centres industriels, parmi les faubourgs.

Le mouvement a le double caractère de la concentration : diminution du nombre des établissements et augmentation de leur pouvoir d'action.

Les chiffres suivants (2) en font foi :

1. Cf. dans l'enquête américaine, présidée par le sénateur Aldrich (*The National Monetary commission*) la déposition du président de l'Union of London & Smith's Bank.

2. Statistiques tirées de l'*Economist* de Londres, Banking supplement.

TABLEAU A

	Nombre des banques par actions en Angle- terre	Nombre total des succur- sales	Total des dépôts	Escomptes et avances	Capital et Réser- ves	Actif(1) liquide	Valeurs de place- ment
			(£ 000.000)		(£ 000.000)		
1890..	104	2.200	368	270	68	83	83
1895..	99	2.695	455	311	69	111	107
1900..	77	3.763	586	395	79	144	127
1905..	59	4.570	627	402	82	179	132
1910..	45	5.207	720	467	81	199	137
1912..	43	5.433	754	490	80	208	133

On voit l'importance des ressources dont disposent les banques anglaises, qui ont pu consacrer des sommes considérables à des achats de valeurs, fonds d'Etats, actions et obligations de chemins de fer. La forte baisse de ces titres et en particulier celle des Consolidés, dont l'achat a presque toujours constitué l'emploi des réserves et qui ont perdu durant cette période 30 % de

1. Constitué en partie par des espèces en caisse ou à la Banque d'Angleterre (or, billets, ou compte courant) en partie par des prêts au marché au jour le jour, dénonçables à volonté (loans on call).

leur valeur a contribué à réduire cette partie de l'actif des banques depuis quelques années.

La concentration est très marquée puisque la colonne « capital et réserve », varie très peu et représente, par rapport au passif, une proportion de 14 % en 1890, et de moins de 9 % en 1912.

Du total important des dépôts, les dix principales banques ont à elles seules, comme en témoigne la table B, beaucoup plus de la moitié, 480.000.000 de livres, soit une moyenne de un milliard deux cent millions de francs pour chacun de ces établissements.

Nous n'avons pas compris dans le tableau ci-dessus, la Banque d'Angleterre (1). Dans son domaine également, la concentration s'est effectuée, suivant les dispositions de l'acte de 1844. Cette loi conservait leur pouvoir d'émission à 207 Banques privées et 72 Joint Stock Banks, pour un montant autorisé de £ 8.600.000 environ. De ce nombre, 23 en tout subsistent aujourd'hui, et l'on estime que la circulation de leurs billets ne dépasse pas 300.000 livres. Tout en ayant dès maintenant, en fait, le privilège de l'émission pour l'Angleterre, la Banque n'a que onze succursales ; en effet, elle n'a pas be-

1. Au 30 juin 1913 le chiffre des dépôts à la Banque d'Angleterre était d'environ 50 millions de livres.

TABEAU B (1)

Noms des banques (Limited)	Nombre des succursales		Capital en 1912		Importance moyenne des dépôts en 1912		Total d'un côté du bilan (en £)
	en 1908	en 1912	(000.000 fr.) nominal	versé	(£)	(000.000 fr.)	
Lloyds Bank	538	614	660	105	87.000.000	2.175	101.280.000
London County & Westmin- ster Bank	300	328	350	88	79.000.000	1.975	100.375.000
London City & Midland Bank.	499	716	480	99	78.000.000	1.950	96.935.000
National Provincial Bank of England	238	286	400	75	65.000.000	1.625	71.200.000
Union of London & Smith Bank	159	?	575	82	40.000.000	1.000	49.280.000
Parr's Bank.	171	272	275	55	41.000.000	1.025	49.950.000
London J'Stock Bank	44	284	500	75	35.000.000	875	38.190.000
London & South Western B.	167	186	75	25	18.600.000	465	23.420.000
Williams Deacon'd	101	108	196	31	16.000.000	400	18.950.000
National Bank (United Coun- ties)	184	205	150	30	13.600.000	340	17.120.000

(1) Statistique établie d'après les « Banking supplement » de l'*Economist*.

soin d'avoir, en beaucoup d'endroits, des agences qui la représentent (1) ; son rôle est surtout celui de Banque centrale et de régulateur du taux de l'escompte. L'importance des ressources des Joint Stock Banks lui facilite sa tâche ; ces grands établissements ne recourent presque jamais à ses services d'escompteur et de prêteur ; et moins sollicitée, elle a pu grossir sa réserve d'or, ce qui rend sa situation beaucoup plus forte, et l'aide qu'elle peut offrir au marché en cas de crise, beaucoup plus efficace. Déjà, en 1890, lors de la chute de Baring et de la débâcle qui suivit, elle put en empruntant 75 millions de francs à la Banque de France, éviter de demander la suspension de l'Act de 1844. Les chiffres suivants montrent que son encaisse était alors beaucoup plus élevée que dans les crises précédentes (2).

1847	.	.	.	.	£	8.000.000
1857	.	.	.	.	£	6.500.000
1866	.	.	.	.	£	11.710.000
1890	.	.	.	.	£	22.500.000

Elle est aujourd'hui d'environ 35.000.000 de livres.

1. L'emploi très répandu du chèque a permis de réduire en Angleterre la circulation fiduciaire à un chiffre peu élevé, environ sept à huit cent millions de francs.

2. R.-G. Lévy, *Op. cit.*

Le mouvement de concentration des Joint Stock Banks continue encore, mais il semble qu'il ait atteint ses limites (1). Tout au plus, peut-il y avoir encore place pour des fusions de grands établissements, mais leur organisation ne pourra pas s'en trouver très développée. Il en est de même chez nous (2). Grâce à cette concentration, les banques se trouvent parfaitement organisées, et à même de remplir, comme en France, tous les rôles qu'elles voudront jouer, spécialement dans l'émission des valeurs mobilières.

Les dix établissements que nous avons groupés dans la table B représentent une masse de dépôts si considérable et ont un réseau de succursales tellement serré que lorsqu'ils voudront con-

1. Toutefois, depuis le début de 1913, la London City & Midland Bank a racheté deux établissements, la Banque Sheffield et Hallamshire et tout récemment (juin 1913) la Lincoln & Lindsey Banking Cy, qui existe depuis 1833. De ce fait elle acquiert 47 succursales nouvelles et le nombre des banques par actions, en Angleterre, est réduit à 41.

2. Il faut lire, à ce sujet, le dernier rapport présenté par le Conseil à l'assemblée du Crédit Lyonnais (20 mars 1913). Il semble qu'il y ait chez nous, au contraire, depuis quelques années, un mouvement de création de petits établissements de banque. D'après ce rapport le nombre des banques de France et d'Algérie ayant moins de 50.000.000 de francs de capital a passé, de 1901 à 1911, de 57 à 103 ; leur capital de 428 millions à 976 ; leur portefeuille commercial de 668 à 1.586 millions : leurs dépôts de 800 millions à *deux milliards et demi*.

certifier leurs efforts, ils domineront sans peine toutes les parties du marché financier. Mais au cours du grand mouvement de concentration dont nous venons de constater l'intensité et la rapidité, les banques n'ont pas cessé de limiter leur activité aux opérations de banque, en y comprenant d'ailleurs le placement aux guichets en tant que simples intermédiaires. La gestion de centaines de millions de livres qui leur sont confiées leur suffit amplement. La tradition, le caractère spécial de leur développement, surtout en province, — banques de dépôts succédant à des banques d'émission — la surveillance continuelle des avances consenties parfois à découvert ou sur hypothèques, expliquent que les directions de ces établissements aient trouvé naturel de consacrer à la banque pure toute leur activité. Même de nos jours, il faut ne pas oublier ces divers points pour comprendre leur politique et leurs réelles tendances.

De notre étude sur les Joint stock banks de Londres la conclusion se dégage très nettement : ces établissements n'ont pu et n'ont voulu, jusqu'à ces dernières années, sortir de leur rôle de banque pure.

Il a donc fallu que les banquiers privés prissent en main la direction des émissions de valeurs mobilières. Les banques se développent pour faire les affaires d'un pays, au service du commerce et

de son industrie ; mais l'argent a, par lui-même, une puissance créatrice trop grande pour se contenter toujours de ce rôle d'intermédiaire ; il veut se placer, créer des affaires, commanditer des industries ; à ce point de vue, dès que l'épargne d'un pays est importante, il faut que les banques interviennent pour lui offrir des placements aussi sûrs que possible ; sinon, elle est la proie de toutes les tentations et se perd dans les spéculations folles (1).

Emprunts publics au XVIII^e siècle à Londres et en Hollande. — Avant le début du XIX^e siècle les capitalistes anglais n'eurent guère lieu de placer leur argent en dehors des fonds publics. Grâce à l'influence de la Banque d'Angleterre qui dominait entièrement le marché, les disponibilités du public furent réservées pour les grands besoins du Gouvernement ; dès la fin du XVIII^e siècle, Guillaume d'Orange devait faire des appels d'argent considérables pour soutenir la guerre contre la

1. A rapprocher ce jugement de Léon Say : « Quand les habitants d'un pays ont accumulé des épargnes extraordinaires dont le montant dépasse ce que le train courant des affaires peut absorber aisément, ils sont pris de vertige... C'est comme une frénésie qui les livre, bourgeois, rentiers et paysans, capitalistes petits et grands aux courtiers véreux qui les dupent et qui les volent. Ils perdent le sentiment de la réalité et croient au surnaturel. »

France. C'est de ce temps que date vraiment la dette publique anglaise ; les historiens estiment qu'elle atteignait environ vingt millions de livres — un demi milliard de francs — en 1697 (1).

Ces fonds étaient l'objet d'une spéculation active et subissaient naturellement l'influence des événements politiques et des résultats des campagnes militaires. Dans ses amusantes chroniques du Stock Exchange, Francis (2) raconte comment vers la fin du xvii^e siècle, un directeur de la Banque d'Angleterre, Henri Furnese, avait organisé, à travers la Hollande, la Flandre, la France et l'Allemagne, un réseau d'informations, grâce auquel il jouait à la Bourse avec un bonheur considérable.

Depuis longtemps, les opérations de Bourse avaient une certaine ampleur ; Thomas Gresham, le banquier de la reine Elisabeth, avait fait cons-

1. L'habitude de contracter des emprunts et d'en payer régulièrement les arrérages à l'aide d'impôts n'est pas très ancienne pour les Etats. Le premier exemple de bonne gestion financière fut donné par la Hollande, dans les dernières années du xvi^e siècle, lors de sa lutte contre l'Espagne. Pressés par le besoin d'argent les Hollandais, au lieu de recourir à des taxes douanières qui eussent tué leur commerce, firent des emprunts nationaux qu'ils gagèrent surtout par des impôts de consommation. C'est de cette époque que datent les emprunts d'Etats.

2. Francis. *Chronicles and Characters of the Stock Exchange*, Londres, 1849.

truire en 1554 le bâtiment du Royal Exchange pour faciliter les négociations de change ; déjà à cette époque, une cote régulièrement publiée donnait les cours des denrées et des marchandises.

Bientôt les cours des rentes furent officiellement cotés. Le tableau de leur fluctuation, dont nous donnons un extrait ci-dessous, montre que la Bourse trouvait là constamment un élément d'activité.

Cours cotés du 3 %

	Plus haut	Plus bas		Plus haut	Plus bas
1731.....	99 (1)	94	1792.....	89	75
1732.....	101	96	1794.....	72	62
1733.....	103	92	1796.....	70	53
1734.....	94	90	1798.....	58	47
1735.....	98	92	1799.....	69	52
1736.....	113	100	1801.....	70	54
1744.....	99	90	1802.....	79	66
1745.....	92	85	1803.....	73	50
1746.....	89	75	1805.....	62	57
1755.....	101	90	1809.....	70	63
1762.....	87	63	1812.....	63	55
1770.....	87	78	1814.....	72	61
1778.....	72	61	1815.....	65	53
1779.....	64	59	1817.....	84	62
1780.....	63	60	1818.....	82	73
1781.....	59	56	1824.....	97	84
1782.....	61	53	1830.....	94	77
1785.....	71	55	1844.....	101	96
1790.....	80	70			

1. Il est assez amusant de constater qu'il y a deux cents ans, les Anglais capitalisaient leur rente plus bas que de nos jours.

En dehors des fonds publics, il y avait bien de temps à autre des mouvements de spéculation ou plutôt d'agiotage, toujours au détriment de l'épargne du public. Le plus souvent il s'agissait de créations de sociétés de colonisation qui n'avaient rien à coloniser, ou d'entreprises dont le seul objet était de permettre à leur promoteur, sous un prétexte plus ou moins tentant, de trouver quelques souscripteurs et disparaître avec leur argent (1). Des crises sérieuses étaient causées par ces abus ; la plus fameuse éclata après l'Act de 1720 dont nous parlons plus loin et la chute de la puissante Compagnie de la Mer du Sud. Presque au même moment, chez nous, Law et la Compagnie des Indes sombraient. Des deux côtés du détroit les effets sont identiques. En Angleterre comme en France, toutes les classes de la société furent ruinées. Une enquête sévère aboutit à l'inculpation du Secrétaire du Trésor et du Chancelier de l'Echi-

1. Cf. Bagehot. *Lombard street*, p. 130 et 131. L'auteur cite quelques exemples : Société de pêcheries de perles dans la Tamise, société du mouvement perpétuel, société ayant pour but de transformer de la sciure de bois en bonnes planches « sans fentes ni crevasses ». Les mœurs financières de l'époque étaient déjà très avancées !

Dans son histoire de la banque d'Angleterre (*History of the Bank of England*, Londres 1848) Francis donne l'indication des sociétés qui disparurent en 1720 ; presque toutes étaient des sociétés de colonisation.

quier. Sans insister sur ces opérations ni sur les émissions de loteries (1) qui sont faites de temps à autre, nous signalons seulement le caractère peu régulier de ces marchés au point de vue économique.

En somme, les fonds publics étaient la grande source où s'alimentait le travail des financiers. L'étude de la Dette était la principale préoccupation des économistes qui réussirent à imposer en 1750, malgré les protestations des rentiers, une conversion de tous les 4 % en 3 %.

Les emprunts étaient mis en souscription publique et répartis, en général, au gré des ministres qui favorisaient leurs amis. Une partie de ces emprunts, destinée à des dépenses militaires et à des subventions restait, faut-il le dire, dans la poche des généraux et des gouvernants. Parmi beaucoup d'autres le fameux duc de Malborough, le grand favori du roi et du pays, passe pour avoir été aussi grand mangeur de deniers publics que

1. Les loteries furent introduites à Paris et à Londres à la fin du ^{xvii}e siècle par l'Italien Tonti, d'où le nom de tontines. Le nationalisme financier existait déjà car cette importation étrangère fut accueillie avec défaveur sur les deux places. Il fallut, pour l'imposer, l'intervention des Gouvernements, qui trouvaient commode cette forme d'emprunt. C'est le contraire qui se produit de nos jours.

brillant stratège ; il puisait ouvertement dans la caisse de l'État (1).

Ces emprunts, émis périodiquement, n'étaient pas extrêmement considérables ; la Dette s'accrut en un siècle, de 1697 à 1792, de 100 millions de livres environ — 2 milliards 1/2 de francs —. C'était encore trop pour la puissance du marché de Londres et une grande partie fut souscrite en Hollande.

Les Hollandais, en effet, étaient, à cette époque et jusqu'aux guerres de la Révolution, de grands exportateurs de capitaux. Banquiers et commerçants ne trouvaient pas chez eux l'emploi de toutes leurs richesses. Dès 1700 un décret réglemente la négociation des valeurs étrangères sur le marché d'Amsterdam. Celui-ci achetait volontiers des fonds anglais ; des statistiques dignes de foi établissent que les portefeuilles hollandais détenaient environ 60 millions de livres de Consolidés vers 1772, soit près de la moitié de la Dette anglaise. Plus tard, les capitalistes des Pays-Bas délaissèrent quelque peu l'Angleterre et envoyèrent beaucoup d'argent dans l'Amérique du Nord, dont ils

1. C'est le duc de Malborough qui apporta à la Cité un premier emprunt étranger : £ 500.000 Prussien 8 % remboursable en quinze ans et garanti par les revenus de la Silésie ; l'exemple ne fut pas suivi et l'émission resta isolée.

ont toujours depuis ce temps recherché les valeurs (1).

Au moment des guerres de la Révolution et jusqu'à la fin de l'occupation française, Amsterdam perdit toute son importance comme place internationale. La faillite de la Banque d'Amsterdam qui avait dissipé son encaisse métallique, la ruine du commerce hollandais, les contributions écrasantes que Napoléon, impressionné par l'apparence de richesse mobilière, exigeait du pays, tout contribua à ce résultat. C'est à ce moment au contraire que le commerce et les industries de la Grande-Bretagne prirent, malgré les difficultés de la lutte contre la France, un essor extraordinaire. La place de Londres put couvrir, de ses propres forces et à des conditions peu onéreuses, près de 15 milliards de francs d'emprunts nouveaux ! Nous donnons dans le tableau suivant l'indication des principales émissions (2) :

1. Cf., dans les numéros de l'*Économist* du 15 février et du 15 mars 1913, deux articles sur l'histoire des placements étrangers de la Hollande. Rogers, dans l'*Interprétation économique de l'histoire*, montre bien le rôle prépondérant joué par la Hollande dans le développement économique des pays modernes.

2. Cf. Francis, *op. cit.* Appendice.

Années	Sommes (millions de francs)	Taux net	Années	Sommes (millions de francs)	Taux net
1793.....	102	4,16 %	1804.....	365	5 1/2
1794.....	275	4 1/2	1805.....	565	5,20
1795.....	565	4 3/4	1806.....	500	5
1796.....	450	4 3/4	1807.....	360	4 3/4
1797.....	500	5 5/8	1808.....	250	4 3/4
	400	6,30	1809.....	360	4 5/8
1798.....	425	6 1/4	1810.....	335	4 5/8
1799.....	400	5 1/4	1811.....	550	5 1/4
1800.....	500	4 5/8	1812.....	700	5 3/8
1801.....	700	5 1/4	1813.....	550	5 1/4
1802.....	625	4	1814.....	600	4 3/4
1803.....	300	5,10	1815.....	900	5 5/8 (1)

Grâce au nombre et au succès de ces émissions, le prestige moral de la Cité et l'importance de son rôle dans la vie de la nation se trouva beaucoup accru. Durant toute cette époque elle était la première intéressée à la marche des événements extérieurs, puisque c'était elle qui en supportait les conséquences. C'étaient les fortunes du pays qui souscrivaient aux emprunts. Même à la fin du XVIII^e siècle, un emprunt de 10 millions de li-

(1) Tout cet argent n'allait pas aux flottes et aux armées ; une bonne part fut employée en subventions octroyées à l'Autriche, à la Prusse, à la Russie.

Pitt, auquel est due la hardiesse et l'initiative de cette politique d'emprunts disparut à l'heure la plus sombre de son pays ; sa mort fut hâtée par les inquiétudes et les critiques que lui valut un effort financier tel qu'aucune nation au monde n'eut jamais à en fournir.

vres n'avait pas toujours plus de 1.500 souscripteurs (1).

Merchant bankers. Emprunts étrangers. — La Bourse se développait beaucoup ; au cours du déplacement de force financière qui porta le centre des échanges d'Amsterdam à Londres, un grand nombre de banquiers étrangers vinrent s'installer dans la Cité. Depuis longtemps le continent donnait à Londres ses changeurs et les plus fins de ses banquiers ; quelques-uns parvinrent, par leur flair, leur audace et leur méthode à prendre la direction de la Bourse (2). La connaissance des changes leur donnait, par suite de l'importance du commerce de l'Angleterre, une grande supériorité sur leurs collègues anglais, pour qui cette branche d'opérations est restée longtemps lettre morte.

Au cours des guerres de l'Empire, ils importèrent à Londres le chèque et facilitèrent ainsi la naissance des établissements de crédit ; de Hollande ils apportèrent aussi le goût des placements

1. En France, après nos désastres de 1870, les emprunts de libération furent au contraire souscrits par le pays tout entier. Tout en tenant compte de la différence des deux époques, nous pouvons conclure que la richesse n'est pas répartie de la même façon dans les deux pays.

2. Les chroniques de Francis sont remplies de détails amusants sur quelques-uns de ces premiers merchant bankers, entre autres les frères Goldsmith qui paraissent avoir déjà été ce que nous appelons de nos jours des « rois de la finance »

en fonds d'états étrangers. La Dette cessait des'accroître : bien plus, l'amortissement en était régulièrement commencé ; il fallait chercher d'autres valeurs de placement et le public accueillit avec empressement les nouveaux emprunts. C'est le développement du marché de Londres à ce point de vue qu'il nous faut maintenant examiner. Cette étude nous conduira directement à celle de l'underwriting.

Les merchant bankers s'occupèrent du placement de ces émissions ; ce rôle leur convenait bien. Maintenus, par leurs opérations de change, en relation avec l'étranger, ils pouvaient sans peine négocier les emprunts ; grâce à leur connaissance de la bourse ils savaient comment opérer ; au courant des méthodes du marché d'Amsterdam ils surent, nous allons le voir dans un instant, diviser leurs risques en pratiquant l'underwriting. Enfin, rompus à la pratique de toutes les opérations commerciales et financières, ils avaient le sens des affaires.

De cette époque date le nom de « merchant bankers » ou mieux de « Merchants » qui est resté aux banques privées de Londres (1). Le nom

1. C'est-à-dire aux banques d'affaires et non pas aux banquiers privés dont il est question dans le paragraphe précédent et qui ont été supplantés, pour la plupart, par les Joint stock banks.

exprime bien la chose. Ce sont, d'une manière générale, d'anciennes maisons occupées à faire le commerce, plus spécialement avec les pays étrangers. Peu à peu ils mettent à profit leur expérience et les besoins de ces pays pour y placer leurs capitaux et ceux de leurs concitoyens. Ils prennent ainsi pied dans la finance. De nos jours encore, dans presque tous les pays du monde, c'est de cette façon que naissent la plupart des maisons de banque.

Rothschild (1) qui prit la direction du marché, après la disparition d'Abraham Goldsmith, eut l'idée de rendre les coupons des emprunts étrangers payables à Londres, parce que le public anglais avait une grande répugnance à acheter des fonds d'Etat dont les intérêts devaient être touchés hors de leur pays. Encore de nos jours, il y a dans la cote officielle une rubrique spéciale pour cette catégorie de titres.

Cette mesure facilita l'introduction sur le marché de Londres des valeurs étrangères. Pendant l'année 1822 la place souscrivit à plus de dix millions de livres de divers fonds d'Etats. Les guerres Sud-Américaines et les efforts des

1. Nathan Mayer Rothschild était venu en Angleterre déjà riche, avait travaillé quelque temps à Manchester puis s'était installé à Londres où il spécula sur les fonds publics avec un grand succès.

jeunes républiques pour se libérer du joug étranger créent un grand enthousiasme dans la Cité qui souscrit avec empressement à leurs papiers. Le Chili emprunte un million de livres à six pour cent et suspend d'ailleurs quelques années plus tard le paiement de ses intérêts. La Colombie et le Guatemala, puis le Brésil en 1824 et 1825 pour près de cent cinquante millions de francs, le Mexique pour une somme importante profitent de ces bonnes dispositions. En Europe, le Danemark demande à son tour trois millions, le Portugal un million et demi, la Russie trois millions et demi.

Jusqu'à la Grèce dont la lutte pour la liberté est suivie avec sympathie des bords de la Tamise et qui négocie, à vrai dire dans les conditions les plus défectueuses (1), un emprunt de seize cent mille livres. Nous donnons dans le tableau suivant, emprunté à Andreadès (2), l'indication des principales de ces émissions.

1822	Chili . . .	£ 1.000.000	émis à 70 %.
—	Colombie . .	£ 2.000.000	— 84 %.
—	Danemark. .	£ 2.000.000	— 77 1/2 %.
—	Pérou . . .	£ 450.000	— 88 %.

1. Il semble que la plus grande partie de l'emprunt ne parvint pas au gouvernement grec, sous le prétexte de constructions navales à faire en Angleterre, mais qui ne furent jamais livrées.

2. Cf. Andreadès. *Histoire de la Banque d'Angleterre*.

—	Russie . . .	£ 3.500.000	—	81 %
1823	Autriche . .	£ 1.500.000	—	82 %
—	Portugal . .	£ 1.500.000	—	87 %
1824	Brésil . . .	£ 1.600.000	—	95 %
—	Colombie. .	£ 4.750.000	—	88 1/2 %
—	Grèce . . .	£ 2.000.000	—	56 1/2 %
—	Mexique . .	£ 3.200.000	—	89 1/4 %

Nous insistons sur ces premières émissions qui sans porter sur des sommes particulièrement importantes, sont très symptomatiques ; avec elles la Banque d'Angleterre perd le contrôle absolu du marché. Celui-ci, livré à lui-même, doit chercher une organisation propre qui lui permette de classer les titres souscrits avec le plus de rapidité et le plus d'ordre possible. C'est alors que, tout naturellement, les banquiers qui négociaient les emprunts, pour ne pas s'exposer à se trouver en fâcheuse posture en cas d'incidents imprévus, prirent l'habitude de diviser les risques entre eux au moment où ils entreprenaient une affaire. — C'est l'underwriting (1). — Ils se chargeaient du soin de traiter l'emprunt et de le placer ; mais il était entendu qu'en cas d'échec total ou partiel de la

1. En vérité ce procédé était naturel et pouvait être spontané. Mais nous avons vu qu'il fut pratiqué à l'exemple d'Amsterdam. Le nom est anglais ; il n'est pas probable que la chose le soit. Il ne faut pas confondre « l'underwriting » qui fait l'objet de notre étude avec « l'underwriting » en matière d'assurance, qui est le terme équivalent à notre police.

souscription, les titres seraient divisés, parmi les underwriters, au prorata des engagements. Ce syndicat d'assureurs est en somme très exactement ce qui constitue encore de nos jours l'underwriting. En rémunération de leur concours, les underwriters avaient droit à une commission qu'ils touchaient, que l'on ait eu ou non recours à eux.

Déjà la solidarité qui existait forcément dans ce marché libre et l'ampleur des négociations favorisaient le travail en commun. Il se forma peu à peu une aristocratie de banquiers qui prit en mains la direction des émissions et cela d'autant plus facilement que, changeurs et capitalistes, les Merchant Bankers avaient des correspondants et des relations personnelles à l'étranger. Ils étaient bien placés, disons plus, indispensables, pour traiter les emprunts d'Etats étrangers.

Malgré les fréquents déboires, ces derniers étaient en grande faveur. Leurs avantages étaient nombreux : émis au-dessous du pair, ils offraient des chances de plus-value, rendaient le pays créancier de l'étranger et développaient son commerce ; ils avaient un marché large et donnaient souvent lieu à des opérations d'arbitrage avec les autres places ; enfin, les folies qui signalaient de nouveau la création des Sociétés par actions inspi-raient aux banquiers beaucoup de méfiance vis-à-vis des titres de ces dernières. Toutes ces conditions

expliquent qu'il n'y ait eu sur le marché de Londres, en 1850, pour ainsi dire encore que des fonds d'Etats, anglais et étrangers (argentins, espagnols, portugais, etc.) (1).

Développement des émissions. — Sociétés par actions. — La méfiance montrée par le marché financier ne pouvait durer ; il existait déjà de nombreuses et de puissantes sociétés. L'Angleterre était à la tête du mouvement industriel qui transforma en moins de cinquante ans les conditions de la production. Maîtresse de la mer, de colonies peuplées qui lui offraient des débouchés tout acquis, elle avait la chance inespérée de posséder, malgré sa petite superficie, d'énormes quantités de combustibles qui assurèrent le développement rapide des industries métallurgiques de Newcastle, de l'Écosse, du Yorkshire et du Lancashire. Si nous jetons un coup d'œil sur l'état comparatif des forces économiques des différents pays, il est certain qu'en 1850, l'Angleterre était à l'apogée de sa suprématie industrielle : elle produisait par an plus de soixante millions de tonnes de houille, alors que la France, l'Allemagne, la Belgique réunies en extrayaient à peine quinze millions de tonnes. Dans les industries textiles nous faisons figure à côté de notre voisine, mais les inventions mécaniques, faites et appliquées de

1. Voir Bamberger, *Erinnerungen*.

l'autre côté de la Manche, dès la fin du XVIII^e siècle, machines à filer, machines à tisser, utilisation des chutes d'eau, lui donnaient une avance considérable (1). Les économistes ont étudié cette expansion industrielle et montré qu'elle fut accompagnée par un mouvement de concentration intense qui amena les ouvriers de la campagne dans les villes, aggloméra les métiers isolés en grandes fabriques, les petites entreprises en puissantes sociétés (2).

Pour commanditer ces industries, il fallait des capitaux de plus en plus considérables et la plupart du temps l'initiative d'un individu ou même d'un groupe d'amis ne suffisait pas. Malheureusement la législation sur les sociétés n'existait pas, ou plutôt remontait au début du XVIII^e siècle, à ce fameux Bubble (3) Act de 1720, qui, au dire des historiens anglais, causa la ruine de la moitié de la nation et la chute de presque toutes les sociétés existantes. C'est sur l'initiative de la plus puissante d'entre elles, la Compagnie de la Mer du Sud, qui voulait écarter ses rivales mais fut entraînée avec elles,

1. Voir Seignobos. *Histoire politique de l'Europe contemporaine*, p. 639 et suiv.

2. Voir Cauwès. *Cours d'Économie politique*, 1909-1910, sur la concentration de la technique industrielle.

3. Bubble, bulle de savon, image assez bien appropriée à la plupart des sociétés qui se créèrent à ce moment.

que l'*act* suivant fut voté par le Parlement : Le fait d'agir comme corporation, le fait de former un capital transférable, le fait de céder aucune action de ce capital *sans autorisation régulière*, étaient réputés illégaux et nuls (1).

Depuis cette loi, il y avait place seulement pour deux sortes de sociétés : d'une part, la *partnership*, analogue à notre société en nom collectif, dont le nombre des membres était forcément limité, et que sa constitution formelle empêchait de réunir des capitaux importants ; d'autre part, la *corporation*, autorisée par la couronne, qui pouvait ester en justice, diviser son capital en actions transférables et limiter la responsabilité de ses membres au montant de ses actions (2).

L'existence de ces corporations obtenue grâce à une charte royale pouvait toujours être supprimée par le retrait de l'autorisation ; elle exigeait des formalités, des frais et par-dessus tout, l'ingérence des pouvoirs publics que les Anglais n'aiment pas voir mêlés à leurs affaires. C'était en un mot une forme de société très imparfaite et qui ne pouvait convenir dans la plupart des cas. Mais les termes du Bubble Act étaient vagues ; on tourna

1. Voir Lescœur. *Essai sur la législation des Sociétés par actions*, p. 272.

2. Cf. Andréadès, p. 118-122, *op. cit.*

ses dispositions ; peu à peu s'établit une forme de société intermédiaire, la Joint Stock Company, qui, partie de la partnership étendue essayait de parvenir aux résultats pratiques de la *corporation*. Pour arriver à cette fin, on déclarait que la société ne serait pas dissoute par la mort d'un associé ; puis la responsabilité des membres était limitée à leur mise, enfin une grande publicité donnée à cette clause la rendait opposable aux tiers (1).

L'usage de ces sociétés bâtardes se répandit rapidement et au début du XIX^e siècle était courant. Après les guerres de l'Empire, une foule de sociétés se créèrent dont quelques-unes très sérieuses ; des banques, des canaux, des mines qui existent encore, datent de cette époque. Mais beaucoup n'étaient que des spéculations ou des fraudes, et s'effondraient en causant des désastres. En 1824 « l'année de la folie », il fut créé 626 sociétés pour un capital nominal de près de dix milliards de francs ! Sur ce total 127 seulement vécurent. Bien que beaucoup de cet argent n'ait même pas

1. Souvent un des associés garantissait aux autres membres de la société la limite de leur responsabilité. Les Anglais se rapprochaient ainsi beaucoup de notre commandite. Le développement des deux législations sur les sociétés est d'ailleurs parallèle. Il faut lire, pour s'en rendre bien compte, la remarquable étude de Lescœur ; voir bibliographie.

été appelé, les pertes étaient colossales ; l'épargne, à mesure qu'elle était formée, disparaissait au plus grand profit des Robert Macaire. L'effet moral était désastreux et ces crises violentes, en ébranlant le crédit, anéantissaient beaucoup de richesses sans aucune espèce de contre-partie. Le phénomène était chronique et se reproduisit en 1835. Pour lutter contre ces excès et ces scandales, on rencontrait en Angleterre la même difficulté que chez nous : la loi que l'on avait tournée était impuissante ou ne pouvait intervenir sans annuler toutes les sociétés, bonnes ou mauvaises, et arrêter le progrès économique du pays.

En vérité, le système existant ne profitait guère qu'aux agioteurs, car les gens sérieux hésitaient souvent avant de se soumettre à des règles bâtar-des qui limitaient leur responsabilité, sans que la loi le permit expressément. On autorisa bien, en 1830, la création de sociétés à responsabilité limitée en exigeant seulement l'incorporation par le Parlement, procédure qui pouvait être plus facile et plus expéditive que l'octroi d'une charte royale. Mais c'était encore compliqué et le Parlement n'accordait pas toujours la responsabilité limitée. Il était hostile comme le législateur à la liberté des sociétés, parce qu'il y voyait l'occasion des pires catastrophes.

Il fallut vingt-cinq ans d'efforts et de luttes pour

convaincre les esprits que précisément le meilleur moyen de réglementer les sociétés était de commencer par autoriser leur constitution ; la loi de 1856 fit l'un et l'autre. Très libérale dans son esprit c'est, de l'avis des Anglais, une de leurs meilleurs lois ; modifiée seulement par quelques dispositions qui rendent son système de publicité plus efficace et plus complet, elle a dans ses grandes lignes subsisté jusqu'à nos jours. Nous reviendrons plus loin sur les formes, la constitution et la publicité des sociétés anglaises. Disons seulement que par cette loi, la responsabilité de l'actionnaire était limitée sans autorisation spéciale. Il fallait seulement que la société fit enregistrer ses statuts que toute personne ensuite pouvait consulter.

Cette loi fut le point de départ d'un mouvement régulier de créations de sociétés en Angleterre. Au milieu de l'afflux de titres nouveaux, le public fit rapidement son éducation, et les abus que nous avons signalés tout à l'heure ne se sont plus jamais reproduits avec la même violence (1). En

1. Il ne faut pas entièrement partager à ce point de vue l'optimisme de l'école libérale et en particulier de Lescœur. Les quelques années qui suivirent la nouvelle loi furent marquées par des scandales de créations de sociétés sans base ou dont le capital était très enflé. Mais, peu à peu, le public fit son éducation.

1862, le montant du capital employé dans les sociétés anonymes, atteignit 100 millions de livres ; depuis cette époque, le chiffre annuel n'a cessé d'être considérable ; il était en 1910 de £ 205 millions pour 6.707 sociétés et en 1911 de £ 150 millions pour 5.900 sociétés (1). Ces sociétés proviennent souvent de la transformation de sociétés en nom collectif et ne font pas appel, au moins pour la totalité de leur capital, à l'argent du public. Néanmoins, l'épargne contribua à leur fournir des ressources.

Les richesses que son commerce et son industrie procurent à l'Angleterre depuis le début du ^{xix}^e siècle allèrent aux chemins de fer, aux mines, aux filatures et aux brasseries avec d'autant plus d'empressement que la Dette publique a, depuis un siècle, remboursé à l'épargne plus qu'elle ne lui a demandé. Les marchés financiers de Glasgow, de Liverpool, de Newcastle financèrent leurs

1. Il y a, actuellement, environ 120.000 sociétés par actions enregistrées en Angleterre, pour un capital d'environ £ 7 milliards — cent soixante-quinze milliards de francs — (statistiques du « Stock Exchange official Intelligence »). Ce chiffre formidable, étant donné que le « Censur » évalue le revenu commercial et industriel de l'Angleterre à une somme variant entre 30 et 35 milliards de francs, correspond à un degré très avancé de la capitalisation des moyens de production, en Grande Bretagne.

valeurs locales ; le marché de Londres qui, pour les raisons que nous avons indiquées, s'était tenu longtemps sur la réserve, regagna vite le temps perdu ; en 1815 il y a 30 valeurs cotées à la Bourse de Londres et en 1877 il y en a plus de 1.300.

La Cité eut pour elle beaucoup des affaires les plus importantes ; les compagnies de chemins de fer, surtout, eurent besoin de la force de placement de ses banquiers ; sociétés entièrement nouvelles, elles exigeaient des capitaux considérables ; la création de la plupart des grandes Compagnies de chemins de fer date de cette époque comme en témoigne le tableau suivant (1) :

Great Western Cy	1835
London & South Western Ry Cy.	1834
Caledonian	1845
Midland Railway.	1844
Great Northern Ry'	1846
Ldon, Brighton Ry	1846
Great Central	1849
North Eastern.	1854

Le début de ces Sociétés ne fut pas facile car des intérêts puissants se croyaient lésés par leur apparition (2) ; pour construire la première ligne

1. Les dates indiquées sont les dates de la constitution.

2. Cf. Cunningham, *op. cit.*, p. 675. Dès 1825 on construi-

entre Manchester et Liverpool, il fallut vaincre, avec des espèces sonnantes, l'hostilité des membres du Parlement, actionnaires du canal. Mais, ainsi qu'il se produit souvent en pareil cas, chemins de fer et canaux eurent, en même temps, d'excellentes recettes (1).

Les banquiers privés (2) (Merchant Bankers) qui avaient une grande autorité sur le marché et qui connaissaient à fond, nous l'avons vu, la pratique des emprunts, prirent en mains toutes ces émissions (3). Ils eurent recours suivant leur

sit des lignes de tramways. Dans l'automne de l'année 1845 il y avait en exploitation 2.000 milles de lignes de chemins de fer représentant un capital de 64 millions de livres et 3.543 milles en construction représentant un capital de £ 74 millions. Cette activité amena une stagnation dans le reste des affaires.

1. La ligne de Manchester à Liverpool procura, dès la seconde année de son exploitation, un dividende de 8 % à ses actionnaires. Les résultats favorables des premières sociétés provoquèrent, dès 1844-1845 une éclosion d'entreprises de chemins de fer. Le phénomène était identique en France, où elles absorbèrent en 1846 plus de 700 millions de francs. Cf. Ashley, *op. cit.*, et Courtois, *Histoire des banques en France*.

2. Les maisons Rothschild, Bischoffsheim, Ralli brothers, Baring, etc.

3. Nous avons vu que de 1845 à 1860 la naissance de nouveaux établissements de crédit (Joint Stock Banks) était pratiquement impossible et que celles qui existaient déjà avaient fort à faire de lutter, pour leur existence, contre l'hostilité de la Banque d'Angleterre.

méthode, au système de l'underwriting ; il n'y en avait pas d'autre à adopter ; grâce à lui le papier s'éparpillait sur le marché, où le capitaliste venait le chercher ; les économistes ont toujours considéré que ce travail de classement rentre dans le rôle des Bourses ; ils y ont même vu la meilleure raison qui puisse autoriser le marché à terme (1). Ce rôle était d'autant plus facile en Angleterre que la fortune y est moins divisée qu'ailleurs, et les gens de toutes les classes plus en rapport avec la Cité. Le système donnait de bons résultats et dura jusqu'à nos jours lors de la plupart des émissions. La concentration qui s'est produite parmi les Joint Stock Banks et a accru leur puissance, l'élargissement du cercle de l'underwriting et l'abondance des émissions dans ces dernières années ont nui à l'efficacité du système et font envisager la possibilité qu'on en vienne comme chez nous à un placement plus direct. Mais il nous faut entrer maintenant dans le détail de son fonctionnement.

1. Voir Cauwès. *Traité d'Economie politique*, édition de 1894.

CHAPITRE II

Forme et mécanisme de l'underwriting

Bibliographie

- Sur le mécanisme de l'underwriting on consultera :
The Companies Act of 1908 (loi sur les sociétés anglaises par actions).
Palmer's Joint Stock Cies Book.
Gore Browne & Jordan, Handbook on Joint Stock Companies.
Rules of the Stock Exchange (Règlements du Stock Exchange).

COMMENT IL INTERVIENT SUR LE MARCHÉ DE LONDRES

Définition de l'underwriting. Son fonctionnement. — Nous avons déjà vu quels étaient le but, la physionomie générale et le rôle de l'underwriting. Il nous faut préciser son fonctionnement, dont la tradition et la jurisprudence ont fixé tous les détails.

Voici une définition du contrat d'underwriting (1) : le contrat d'underwriting est une con-

1. Cf. Gore Browne & Jordan, Handbook on Joint Stock Cies, chap. VIII.

vention suivant laquelle des personnes s'engagent, au cas où la totalité ou une partie d'une émission ne serait pas souscrite par le public, à souscrire elles-mêmes ou à trouver des personnes responsables pour souscrire au solde ou à une partie du solde de l'émission. La rémunération des underwriters consiste dans une commission, à laquelle ils ont droit, que l'on ait recours à leur engagement ou non.

Le mécanisme de l'underwriting s'aperçoit bien : Une société veut émettre ses actions, un banquier projette d'introduire sur le marché un emprunt étranger, une compagnie de chemins de fer a des obligations à placer ; les émetteurs s'adressent à un cercle d'underwriters qui prennent l'engagement de lever les titres dont le public n'aura pas voulu, à un prix inférieur à celui de l'émission publique. La différence de ces deux prix constitue leur commission qu'ils touchent, quel que soit le sort que l'on fasse à leur engagement.

Comme les souscriptions, les parts dans l'underwriting sont inégales, réparties selon le désir de chaque personne (1).

Les underwriters n'ont rien à voir dans l'émis-

1. Il se peut, d'ailleurs, que l'underwriting ne soit formé que pour une partie seulement de l'émission, la moitié ou le quart par exemple.

sion ; ils ne paraissent pas. L'émetteur est seul engagé vis-à-vis de la société ou du gouvernement dont il s'agit de placer les titres ; il règle seul les conditions, il fait seul le travail de mise au point, de publicité, de placement ; mais son rôle est fini lorsque l'émission a eu lieu ; il répartit alors entre les underwriters les titres auxquels le public n'aura pas souscrits et s'occupe d'autres affaires. Son indifférence à l'égard du sort de l'émission n'est d'ailleurs que très relative. Souvent il est underwriter lui-même pour un montant plus ou moins considérable et toujours il a le souci de surveiller le marché de ses titres et de le soutenir en cas de besoin ; mais enfin il est dégagé tandis qu'en France ou d'une manière générale sur le Continent, en pareille hypothèse, le syndicat d'émission doit conserver les titres jusqu'à ce qu'il les ait placés.

De leur côté, les underwriters ont pris pour seul engagement celui de lever les titres et de payer ce qui est dû ; mais non pas celui de les conserver. Dès le lendemain de l'émission, ils peuvent commencer à se défaire de leur papier. Le rôle de l'underwriting est celui d'assurer, au sens précis du mot, le succès de l'émission vis-à-vis de l'émetteur.

Bien entendu le contrat est écrit ; chaque underwriter signe une formule congue, par exemple, sur le modèle suivant :

Nous consentons, moyennant la commission fixée ci-dessous, à souscrire à actions de l'émission indiquée ci-dessus et à payer le montant, dû, suivant l'épreuve (1) du prospectus qui nous a été montrée, au premier jour de la souscription ainsi que les montants subséquents, selon les termes du prospectus.

Nous ne sommes engagés que si le montant total de l'émission a été « underwritten » (2).

Si, dans les trois semaines de l'émission du prospectus les actions prises en « underwriting » ont été souscrites par le public, dans les termes du prospectus, notre engagement aura pris fin et l'argent que nous aurons versé en souscrivant devra nous être retourné.

Si la totalité des actions n'est pas souscrite vous nous répartirez notre proportion du reliquat.

En rémunération de notre engagement vous nous paierez une commission de trois pence (3) par action que nous avons « underwritten » ; cette commission est payable trente jours après la souscription, au cas où celle-ci aura couvert le montant total des actions offertes ; au cas contraire elle sera payable trente jours après que nous aurons versé ce dont nous serons redevables, du fait de notre part dans la souscription ; nous vous autorisons à appliquer le montant de notre commission, si vous le jugez utile, à ce paiement.

Nous déclarons, en outre, que notre engagement est irrévocable de notre part et est suffisant pour vous autoriser, au

1. Épreuve seulement, puisque le prospectus n'est pas définitif avant que l'underwriting ne soit constitué.

2. Cette clause peut être toute différente.

3. Il s'agit en l'espèce d'une émission d'actions de 10 shilling, soit 12 fr. 50. La commission ressort ainsi à 2 1/2 %.

cas où nous ne souscrivons pas aux dites actions dans le délai voulu, à souscrire en nos noms et place, dans les termes du prospectus ; à verser le montant dû à la souscription et les montants appelés ultérieurement. Notre engagement autorise également les administrateurs de la société à nous répartir les dites actions.

Si, pour quelque raison, le prospectus n'est pas émis avant le 1^{er} mai prochain, les deux parties sont dégagées de leur engagement.

Signé par l'underwriter.

Nous acceptons cet underwriting.

Signé par l'émetteur.

Voici un autre modèle, beaucoup moins détaillé :

Nous vous avisons que nous vous avons réservé un underwriting de 1.000 actions (de 10 livres = 250 fr.) moyennant une commission de 4 shilling (cinq francs). Il est entendu que vous vous engagez à souscrire la totalité de ces actions et que vous n'en vedrez aucune avant le résultat de la souscription (1).

Dans la première formule la lettre autorise la personne à laquelle elle est adressée d'*apply*, c'est-à-dire de souscrire au nom de l'underwriter au cas où ce dernier ne répondrait pas à son ap-

1. Voici, enfin, une formule très simple, qui suffit le plus souvent entre gens d'affaires : « Il est entendu que moyennant une commission de 2 1/2 % vous consentez à « underwrite » £ 50.000 de l'émission ci-dessus. (Il s'agissait en l'espèce d'une émission d'obligations 5 % à 95).

pel. Une telle autorisation est considérée par le droit anglais comme irrévocable, parce qu'elle est « réunie à un intérêt » c'est-à-dire que ce n'est pas une simple faveur que l'underwriter concède, mais bien un engagement qu'il prend contre un intérêt qui lui est reconnu — en l'espèce la commission payée.

La question a une importance pratique ; nous verrons en effet que le capital d'une nouvelle société anglaise, pour que cette dernière se trouve constituée, doit être souscrit jusqu'à concurrence d'un certain minimum et que le Stock Exchange de Londres à son tour, exige, avant de permettre l'introduction d'une valeur à la cote officielle, un minimum de souscription assez élevé. Or, lorsque la souscription publique ne réussit pas, c'est grâce aux underwriters que ces différents minima sont atteints ; il faut donc que la promesse de souscrire soit irrévocable.

De même, la solvabilité des contractants doit toujours être soigneusement vérifiée. Nous précisons : Tout contrat fait par une société anglaise est provisoire jusqu'au moment où la société est en état de commencer légalement ses affaires, et dans cette période entreront forcément les contrats d'underwriting ; mais comme les conditions exigées pour que l'existence de la société commence sont la souscription et la répar-

tition d'une certaine partie du capital (1), le fait que ce montant au moins est « underwritten » garantira l'efficacité du contrat. Si les précautions indiquées n'étaient pas prises, quelques underwriters pourraient s'entendre pour ne pas payer le premier versement sur leur souscription ou, s'ils avaient envoyé déjà leurs chèques, pour en arrêter le paiement. Ces démarches empêcheraient la société de se former et le fait s'est produit (2).

De son côté, celui qui se charge de l'émission et traite avec les underwriters, en d'autres termes le récipiendaire de la lettre d'underwriting, doit être d'absolue bonne foi. Il faut qu'il ait accepté l'offre contenue dans la lettre et ait signifié son acceptation à l'underwriter afin de parfaire la convention. En outre il doit inviter l'underwriter d'une manière effective à souscrire sans délai, et dans les termes du contrat, avant de le déclarer en défaut et agir en son lieu et place.

En cas de contestation, les principes généraux du droit sont applicables. Ainsi le fait que le destinataire de la lettre d'underwriting la conserve, et cela avec le consentement de l'underwriter, fait présumer que la convention est parfaite ; et pour

1. Voir chapitre III.

2. Voir Gore Browne, p. 139. *Western of Canada Pulp & Paper Cy* (1905).

l'underwriter, le fait d'envoyer à la société une formule d'acceptation en bonne forme l'empêche d'attaquer la validité du contrat ; il en serait différemment si la société savait ou était en mesure de savoir que cette acceptation était insuffisante par suite — le cas peut se présenter — d'incapacité, d'erreur, ou de vice de consentement. Si la lettre d'underwriting déclare que l'engagement est valable pour un certain temps, deux ou trois mois par exemple, il a été décidé que dans cet intervalle même après la clôture de la souscription, l'offre reste ouverte et lie l'underwriter. Bien entendu et suivant la règle générale, lorsque la procédure aura été irrégulière à l'origine, elle restera sujette à rectification.

Commission d'underwriting. — La commission joue un grand rôle dans l'underwriting. C'est parce qu'il y trouve une juste compensation de ses risques, que le contractant veut bien assumer son engagement. Il n'y a pas de règle fixe, mais plus le risque sera grand, plus le montant de la commission sera élevé. Lorsqu'il s'agit de l'émission d'un fonds d'état ou d'une obligation, la commission sera de un, deux, trois pour cent sur le nomi-

1. Ces diverses questions ne sont pas de la théorie ; elles ont été soulevées dans la pratique. Gore Browe, p. 138-142 se réfère à de nombreux arrêts.

nal ; pour les actions d'une société elle pourra, si l'on préfère, être de quelques *pence* ou de quelques *shillings*. Ceci revient, au cas où l'émission est faite au pair, à placer les actions à un prix inférieur à la valeur nominale du titre.

Le législateur anglais a sagement vu qu'il pouvait y avoir, du fait d'une très forte commission de placement, un danger pour les sociétés nouvelles. Celles-ci, en effet, doivent autant que possible commencer les opérations sociales avec un capital intact. Avant 1900, la loi n'était pas intervenue ; on considérait que toute société avait le pouvoir de payer une commission ou un courtage *équitable* lors de l'émission de son capital ; l'*underwriting* dans ces conditions et dans ces limites — limites indiquées par le mot « équitable(1) » — était légal. Ces dispositions, maintenues quant au courtage, sont changées pour la commission d'*underwriting* par les Acts de 1900 et de 1908.

Dorénavant une commission est, en principe, payable, que l'émission soit faite par souscription publique ou d'une autre façon, et le chiffre de cette

1. Que doit-on entendre par le terme « équitable » ? La question se pose encore pour le courtage, qui est la rémunération spéciale des agents qui vendent le titre à la Bourse. C'est une question de fait mais il ne semble pas qu'il soit prudent de payer plus de 5 %. (Cf. Gore Browne, *op. cit.*).

commission peut être aussi élevé que l'on veut. Seulement, suivant l'innovation introduite par l'Act de 1900, il faut que le paiement et le chiffre de la commission aient été prévus, autorisés et fixés par les statuts de la société (1). De plus, et la stipulation est importante, les avantages accordés aux underwriters doivent être indiqués :

a) En cas d'émission publique dans le prospectus ;

b) S'il n'y a pas d'émission publique, dans le *Statement in lieu of prospectus* ou dans toute autre déclaration qui, nous le verrons, est exigée pour la publicité. Il faut que toute notice ayant l'apparence d'un prospectus en invitant à souscrire aux actions de la société porte la même mention.

Le total des sommes ainsi payées et non amorties par une société pour placer son capital actions ou obligations doit figurer sous une rubrique spé-

1. En France la question se pose également. La loi exige la souscription intégrale du capital. Néanmoins, même en cas d'émission des actions au pair, on admet que les statuts peuvent autoriser le paiement d'une commission. Seulement cette commission ne peut être touchée que par l'intermédiaire émetteur et non par le souscripteur. Il y a là, surtout en cas d'insuccès de l'émission, une appréciation difficile à faire. La question est tranchée dans un esprit très large par un arrêt de la Cour de Lyon, du 6 mars 1912 (Voir dans Sirey. Une note approfondie de A. Wahl critique sur ce point le jugement).

ciale dans les bilans jusqu'à complet amortissement.

En dehors de l'autorisation expresse des statuts, une société n'a pas le droit d'attribuer soit directement soit indirectement ses actions ou une partie du capital en paiement de commission d'underwriting. La défense est absolue et il ne semble pas que les administrateurs puissent l'enfreindre même en cas d'émission avec prime en accordant une commission sur cette prime ; tout au plus peuvent-ils considérer comme légal un paiement conditionnel à prendre sur les bénéfices. D'ailleurs si les statuts d'une société ne comportent pas l'autorisation voulue, il n'y a pas d'obstacle qui empêche leur modification dans ce sens.

Il faut noter les termes très généraux de la loi qui déclare qu'il est permis de payer une commission à toute personne pour avoir souscrit ou promis de souscrire, absolument ou conditionnellement, à des actions de la société. Cela ne revient d'ailleurs pas tout à fait, à émettre les actions au-dessous du pair ; en effet si la faillite de la société survient avant que la commission ne soit réglée, tous les versements sur les actions doivent être effectués et l'actionnaire underwriter, créancier ordinaire pour sa commission, risque de ne pas la toucher toute entière.

Bien des questions peuvent s'élever à l'occasion

de la commission d'underwriting ; entre autres, celle de savoir, en cas de transformation d'une ancienne société en une nouvelle, si cette dernière peut former un underwriting pour les titres qu'elle offre aux anciens actionnaires de la première. Il semble que l'opération puisse être considérée comme très légitime. Néanmoins, la jurisprudence est divisée (1).

On a songé parfois, pour augmenter la commission statutaire, à tourner, la loi par le procédé suivant. Un underwriter était en même temps vendeur d'une propriété dont il majorait le prix pour dissimuler un supplément de commission. Cette pratique ancienne qui entraîne des résultats financiers déplorable est tentante pour une administration malhonnête qui serait d'accord avec le vendeur et partagerait avec lui les bénéfices ainsi obtenus au détriment des actionnaires ; ou bien alors on fait tout simplement un achat et une revente fictifs. Les tribunaux se sont toujours montrés sévères pour cette façon de procéder. Par contre, il a été décidé par la Cour que la convention suivant laquelle les underwriters reçoivent, en considération de leur engagement, une option sur des actions à la souche, ne constitue pas une attribution

1. On argue que les titres, avant l'émission, appartiennent en principe aux anciens actionnaires et ne peuvent donner lieu à l'underwriting, cf. Gore Browne, p. 526.

d'actions en paiement de commission et est légale.

Il y a souvent des sous-underwriters qui prennent, vis-à-vis des premiers underwriters, l'engagement de les dégager ; après 1900, on plaida quelquefois pour les forcer à mentionner, eux aussi, leur commission dans le prospectus. Mais le nouvel act de 1908 stipule expressément (section 81) que la commission payable à des sous-underwriters n'exige pas de publicité.

Attribution de l'underwriting. — Lorsqu'une émission n'a pas été entièrement souscrite et que les underwriters doivent en lever une partie, l'émetteur n'est pas obligé de servir ces derniers au prorata de leurs engagements. Sa liberté est absolue et, aussi bien, la même remarque est-elle à faire quand il s'agit de la répartition entre les souscripteurs à une émission (allotment) (1).

En France, au contraire, lorsqu'il y a une émis-

1. Cette différence entre la répartition en Angleterre et la répartition en France est importante à noter. Notre système répond mieux à la constitution démocratique de notre épargne. Ainsi que nous le disons plus haut, les banques françaises, lorsqu'elles ont, parmi leur clientèle un nombre suffisant de demandes, suppriment purement et simplement la souscription publique. Celle-ci favorise surtout les souscripteurs pouvant facilement emprunter de l'argent et grossir ainsi, d'une manière factice, le chiffre de leur souscription. La nouvelle façon de procéder ne peut avoir que de bons résultats et mérite d'être encouragée.

sion publique, les titres sont répartis proportionnellement aux souscriptions; aussi, les banques, qui, depuis qu'elles contrôlent de si près les placements de l'épargne, ont un nombre considérable de demandes de petites souscriptions qu'elles veulent satisfaire, sont elles obligées — et c'est une pratique qui tend à s'acclimater — de ne faire qu'un simulacre d'émission publique et de déclarer immédiatement celle-ci ouverte et close. En Angleterre nous l'avons dit, l'allotment est entièrement libre et se fera au gré de l'émetteur qui agira suivant ses préférences et pour le meilleur classement possible des titres (1).

Il en est de même pour les underwriters : s'il en est parmi eux quelques-uns qui aient l'intention de garder leur part (2), l'émetteur la leur donnera intégralement, et, pour les autres, il favorisera ceux qui lui paraîtront les moins pressés de réaliser. On comprendra mieux ceci quand nous aurons passé en revue les différentes classes d'underwriters.

1. C'est là un usage ancien ; lire dans Francis, *Chronicles of Stock Exchange*, p. 119, les abus auxquels il donnait lieu au XVIII^e siècle.

2. Ce qui est en dehors de l'objet de l'underwriting mais tend à se répandre de plus en plus avec l'habitude d'admettre dans le cercle des underwriters les compagnies d'assurances et les Compagnies de Trust ; voir plus loin.

Situation des underwriters. — Lorsqu'un émetteur se dispose à placer une valeur sur le marché de Londres, il réunit, ainsi que nous l'avons vu, des personnes qui prennent l'engagement de lever la partie de l'émission qui n'aurait pas été couverte par le public. Quels sont les gens qu'il rassemble ainsi autour de lui dans le but de pouvoir mener à bien son opération ?

Il recherchera, pour former son underwriting, des personnes qui disposent de capitaux et qui pourront, si l'émission ne réussit pas, lever leurs titres, payer leur souscription et, il l'espère bien, ne vendre que progressivement, sans jeter à la hâte sur son marché, le papier qui leur a été généreusement réservé, mais dont ils préféreront peut-être se défaire le plus rapidement possible.

Si la valeur est bonne, l'émetteur n'aura pas de difficulté à trouver toujours des underwriters. Il y a dans la Cité une masse importante de capitaux qui s'emploient d'un bout de l'année à l'autre à commanditer ainsi l'industrie de l'émission. Capitalistes, industriels, banquiers, marchands ont coutume de réserver une partie de leurs disponibilités à cette forme de placement. Lorsque leur intervention se borne à un simple engagement et que la souscription, entièrement couverte, les dispense d'intervenir, ils touchent la commission qui leur est due et peuvent participer à un nouvel un-

derwriting. Si, par suite d'un échec partiel ou complet, ils ont à lever du titre, ils voudront souvent le garder pendant quelque temps en portefeuille ; en effet, ils ne se sont pas engagés sans avoir étudié la qualité du papier offert et envisagé l'éventualité de le conserver. Mais d'autre part, ils peuvent facilement, sans vendre les titres, rentrer dans une partie de leur mise de fonds. Les prêteurs d'argent — en la circonstance les joint stock banks — sont toujours disposés à accorder aux underwriters des avances sur leurs titres ; c'est surtout, nous le verrons, de cette façon que les banques anglaises interviennent dans le mécanisme de l'émission. On saisit bien ici le lien qui rattache l'étude du marché monétaire d'un pays à celle du mécanisme de l'émission. L'importance des ressources dont les banques anglaises disposent pour les avances sur titres permet seule le maintien du système de l'underwriting. Ce système ne serait guère possible en France, par suite de l'insuffisance des capitaux flottants. Nous revenons plus loin sur ce point.

Bien entendu l'emprunteur paiera un intérêt à la banque qui, en outre, exigera une marge assez importante pour la couvrir de ses risques ; il faut donc, pour que l'affaire ne soit pas désastreuse, que la commission d'underwriting soit substantielle. Sinon, l'underwriter préférera vendre ses

titres sur le marché en abandonnant au besoin une partie de sa commission.

Si les émissions sont accueillies avec faveur par le public qui, en souscrivant, dégage rapidement les underwriters, ces derniers pourront, au cours d'une année, toucher sur ces opérations plusieurs commissions successives. Ces commissions ajoutées à l'intérêt des valeurs temporairement levées, donneront aux underwriters un intérêt d'autant plus considérable comme taux, que le capital engagé aura été plus petit, grâce au succès des souscriptions publiques. Surviennent les années mauvaises et l'underwriter devra lever beaucoup de titres, peut-être recourir à l'emprunt et, s'il ne veut pas réaliser à perte, conserver longtemps, plus d'un an dans certains cas, son argent indisponible.

Une remarque s'impose ici : le mode de l'underwriting étant très répandu en Angleterre, il y a peu de placement direct par les banques ; la plus grande partie des capitaux du public en quête de placement vont s'engager librement sur le marché dans l'achat des valeurs nouvellement offertes ; ceci maintient, au marché de la bourse, une demande continuelle et, s'il consent à un sacrifice, l'underwriter pourra toujours, même en temps de malaise financier, vendre une quantité considérable du papier qu'il a dû lever (1) ; il y a là un marché

1. Il fut loisible de le constater pendant le premier semes-

libre d'une très grande ampleur dont nous ne pouvons nous faire aucune idée, puisque à Paris, les émissions sont placées directement et le plus souvent hors bourse. Bien entendu si l'émission est trop chère ou mauvaise, si elle est faite dans des conditions douteuses ou par une société qui ne fait pas de bonnes affaires, il sera difficile de s'en défaire ; mais c'est aux underwriters à faire preuve d'un certain discernement. Il y a toujours et il y aura toujours à faire intervenir, lorsqu'il s'agit d'opérations commerciales ou financières, une question de jugement.

Qui sont les underwriters. — Parmi les underwriters que l'émetteur rassemblera autour de lui, beaucoup sont des capitalistes amis ou bien en relations d'affaires soit avec lui soit avec l'un de ses brokers (1). De même les commerçants et industriels qui sont dans la cité en rapports suivis avec toute la communauté financière et qui, à

tre de 1913. Dans les quatre premiers mois il a été émis pour environ deux milliards de francs de valeurs. L'argent était cher et le malaise dans le monde des affaires gênait les émissions ; les meilleures laissèrent 90 % aux underwriters. Néanmoins, les nouveaux titres, une fois sur le marché, étaient absorbés facilement par le public à quelques points de perte.

1. Nous étudions plus loin le rôle très important en cette matière des brokers.

Londres plus peut-être que dans n'importe quelle partie du monde, disposent parfois de capitaux très considérables, ne manquent pas, chaque fois que l'occasion se présente et qu'une émission leur paraît avantageuse, de prendre part à l'underwriting. Ils n'y mettront bien entendu que leur argent liquide. Si le public ne partage pas leur empressement et que les titres de l'émission restent en partie aux personnes qui l'ont garantie, celles-ci attendront une occasion favorable pour se dégager ; elles ont toujours la ressource de se faire accorder des avances par les banques.

Les banquiers privés (merchant bankers) qui se consacrent tout spécialement, nous l'avons vu, à la branche de l'émission, engagent toujours une partie de leur actif dans les opérations d'underwriting, soit pour les valeurs qu'ils émettent eux-mêmes, soit pour tout autre valeur qui leur paraît intéressante et qui est émise par une maison de la place. Dans cet ordre d'idées il y a lieu constamment, entre les différents banquiers, à un échange de bons procédés.

A côté d'eux, « les foreign bankers », banques étrangères, jouent dans l'underwriting un rôle d'une certaine importance. C'est là une des nombreuses formes de leur intervention sur le marché anglais ; nous avons indiqué, dans le tableau ci-contre, les noms des banques étrangères travail-

lant à Londres. Tous les principaux établissements de notre pays sont représentés dans cette grande ville d'affaires.

TABLEAU

des 40 banques par actions étrangères ayant un siège à Londres

Nom des banques	Nationalité d'origine	Noms des banques	Nationalité d'origine
Anglo-Austrian Bank.	Aut.-Hong.	Disconto-Gesellschaft.	Allemagne.
Anglo-Egyptian Bank.	Egypte.	Dresdner Bank.	id.
Anglo-Forcign Bankg C ^o Limited.	Belgique (1)	Equitable Trust C ^o .	Etats-Unis.
Anglo-Japanese.	Japon.	Guaranty Trst, C ^o Ny.	id.
Anglo-Russian Bank.	Russie.	Hong-Kong and Shanghai Bkg Corp.	Chine.
Anglo-South American.	Sud-Amér.	International Bnkg Corp.	Etats-Unis.
Banca Commerc. Italiana.	Italie.	Imperial of Persia.	Perse.
Banco de Chile.	Chili.	Imperial Ottoman Bank.	Turquie.
Banco Espanol del Rio de-la-Plata.	Argentine.	Jonian Bank.	Grèce.
Bank of Athens.	Grèce.	Kais-Kön. Osterreichische Landerbank.	Aut.-Hong.
Bank of Roumania.	Roumanie.	London et Brazilian Bank Limited.	Brésil.
Banque Nationale de Turquie.	Turquie.	London et K. Plate Bank Limited.	Argentine.
Banque Russo-Arsiatique.	Russie.	London of Mexico et L. Amer. L.	Mexique.
Banque Sino-Belge.	Chine.	National Bk of Egypt.	Egypte.
British Bank of S. America.	Sud-Amér.	Russian Bank for foreign Trade.	Russie.
Buitenlandsche Bankorng.	Hollande.	Russian Commercial et Indust. Bank.	id.
Comptoir National d'Es-compte de Paris.	France.	Société générale de Crédit Industriel.	France.
Crédit Lyonnais.	France.	Soc. générale pour Fav. I. et C.	id.
Credito Italiano.	Italie.	Swiss Bankverein.	Suisse.
Deutsche Bank, Berlin.	Allemagne.	Yokohama Specie Bank Limited.	Japon.

1. Cet établissement a été racheté en mai 1913 par une banque belge.

Le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Comptoir d'Escompte ont des succursales qui occupent des centaines d'employés et dont l'importance s'accroît tous les ans. Leur activité s'emploie, ajoutons-le, surtout aux affaires de banque pure ; les clients de ces grandes banques qui ont des traites commerciales sur l'Angleterre, peuvent facilement faire encaisser leur papier grâce à ces succursales qui, d'autre part, acceptent (1) pour des sommes considérables. En effet, les traites tirées sur la place de Londres sont recherchées par tous les pays, parce qu'elles sont toujours payables en or, et que le marché en est large ; souvent une créance de l'Argentine ou du Japon sur la France se réglera dans Lombard Street (2). Dans ce grand marché de matières premières et de marchandises il se noue et se défait une foule d'opérations commerciales ; il faut être sur place pour les traiter.

Le commerce allemand dont l'importance et les ramifications sont grandes est également en rapports étroits avec la place de Londres, où la

1. C'est-à-dire autorisent leurs clients à tirer sur leurs caisses des lettres de change à deux, trois, quatre mois de vue.

2. Il n'est pas téméraire d'évaluer le chiffre des acceptations françaises à Londres à un demi-milliard de francs en moyenne et celui des acceptations allemandes à trois fois autant.

Deutsche Bank, la Dresdner Bank, la Disconto Gesellschaft possèdent des succursales. De plus, en dehors des opérations de banque pure, la finance allemande proprement dite n'a pas manqué d'exercer son influence et son activité. Elle lance ou soutient sur le marché de Londres de nombreuses affaires financières, qu'elles soient étrangères ou même purement anglaises et apparaît dans l'underwriting (1). Bien que cette ingérence ne puisse être qu'indirecte — nous ne croyons pas qu'il n'y ait jamais eu d'émission sur le marché de Londres portant la signature d'une maison allemande — c'est là une concurrence redoutable pour les financiers anglais ; mais c'est aussi une masse considérable de capitaux qui se tiennent perpétuellement en contact avec la place de Londres.

Lorsqu'ils émettent une valeur, les banquiers privés ne travaillent jamais seuls ; merchant bankers ou foreign bankers, ils n'ont pas de clientèle ; leur rôle consiste à apporter les émissions ; ce sont les brokers qui se chargent du soin de les placer. Quels sont ces brokers qui interviennent ainsi dans le mécanisme de l'émission ? D'une ma-

1. Le fait est d'autant plus explicable que l'industrie de l'émission est surtout entre les mains des maisons de banque privées et que, parmi celles-ci, beaucoup sont d'origine ou d'attache germanique.

nière générale, les brokers sont les agents qui font partie de la bourse de Londres et y traitent les opérations de vente et d'achat de valeur (1). Le Stock Exchange est indépendant des pouvoirs publics : société privée, administrée par un comité de direction de trente membres, elle est soumise par ce comité à des règles suffisamment strictes pour que les intérêts du public soient sauvegardés. C'est là une institution toute britannique et il ne paraît pas que cette liberté ait donné de mauvais résultats. On en a d'ailleurs largement profité : près d'un millier de brokers travaillent sur la place de Londres. La plupart n'ont pas trop de tous leurs capitaux pour conduire leurs opérations et faire le report des positions de leurs clients.

Quelques-uns — une quinzaine peut-être — et c'est de ceux-là que nous voulons parler, emploient des capitaux considérables et jouent un grand rôle dans le placement des titres ; maisons importantes par leur renom et leur fortune, elles ne bornent pas leur activité aux opérations de bourse. Ces

1. Nous ferons plus loin la distinction entre les brokers et les jobbers qui sont aussi des courtiers de valeurs, mais qui n'ont aucun rapport avec le public ; les jobbers qui disposent souvent de capitaux considérables ne manquent pas de prendre part aux opérations d'underwriting.

brokers ont non seulement des représentants dans toutes les grandes villes de l'Angleterre Liverpool, Manchester, Glasgow, Dublin, mais encore des correspondants à l'étranger (1) et leur pouvoir personnel de placement est très grand. Nous disons pouvoir personnel parce qu'il repose sur des relations entretenues directement avec la clientèle ; la réclame et la publicité sont interdites aux brokers (2).

Les brokers s'occupent de toutes les émissions et ne se bornent pas à faire figure de courtiers. Ils se rendent soigneusement compte de la valeur du papier offert, discutent avec l'émetteur les conditions à fixer et font partie, pour eux-mêmes et pour leur groupe, de l'underwriting ; dans le système anglais d'émission, le rôle des brokers est prépondérant (3). Beaucoup de sociétés par actions

1. Quelques-unes de ces maisons importantes de brokers sont en rapports directs avec des groupements financiers étrangers très puissants, dont ils gèrent ainsi une partie des capitaux et qu'ils maintiennent en contact avec la cité.

2. L'interdiction n'est pas prononcée dans les règlements de la Corporation. De temps en temps seulement le comité de la bourse fait paraître dans le *Times* et dans différents journaux financiers une note enjoignant à ses membres de s'abstenir de toute publicité, sous menace de révocation.

3. Nous irons plus loin : la différence entre le nombre, le caractère, l'activité des agents de change d'une part et des

nouvelles qui proviennent de la transformation de sociétés en nom collectif (partnerships) ou de sociétés anciennes et qui veulent introduire leurs actions en bourse se passent du concours toujours onéreux des banquiers ; elles forment un underwriting entre les principaux actionnaires et un broker qui se chargera d'obtenir la cote et de faire le marché.

Pendant longtemps, pour garantir les émissions qui étaient faites sur le marché de Londres, nul n'a été recherché en dehors des différents groupes que nous venons de passer en revue. Il y avait là les éléments d'un syndicat d'assureurs rapidement constitué et assez puissant pour faire face, s'il le fallait, au paiement de l'émission, mais qui n'avait pas l'intention de conserver les titres. C'est bien là l'ordre normal des choses : l'underwriter n'est pas un souscripteur faisant un placement avec l'intention de conserver ses titres. Sa commission est précisément la contrepartie du risque qu'il court d'être obligé à conserver les titres. Tous ceux qui n'interviennent pas comme underwriters, dans ce sens précis, devraient payer le prix nominal de l'émission.

brokers de l'autre est le trait caractéristique qui sépare les physionomies des marchés de Paris et de Londres. Chacune des deux organisations résulte du milieu financier et des traditions.

Cependant on vit peu à peu des groupements obtenir, par leur situation dans les affaires et la puissance de leurs capitaux, les conditions de l'underwriting bien qu'ils soient de véritables souscripteurs et réellement appelés à la répartition des titres, même si l'émission est couverte.

Ainsi les Trust Companies, lorsqu'elles se développèrent et disposèrent de plus de capitaux, obtinrent de souscrire aux termes de l'underwriting. Ces sociétés qui n'existent pas chez nous (1) sont constituées en vue d'éviter aux capitalistes les soucis et les difficultés que cause une gestion de fortune. Administrées le plus souvent par des conseils prudents et avisés, elles emploient leurs ressources, capital et obligations, à l'achat de titres de toute espèce, très divisés pour diminuer les risques. Par exemple l'actif d'une « Trust Company » qui s'élèvera à 100 millions de francs sera réparti entre 200 ou 300 valeurs. Avec le revenu de leur portefeuille les sociétés de Trust assurent le service de leur dette et la rémunération de leur capital. Chacun de ces Trusts a sa spécialité : il y a l'American Investment Trust, pour les placements américains, l'Industrial & General

1. A rapprocher cependant les sociétés d'omnium qui se constituent souvent en France.

Trust (1), l'Indian Trust, etc. Pour montrer que ces sociétés peuvent être d'importants underwriters, il nous suffira de dire que l'ensemble de leur actif, dont bien entendu la plus grande partie n'est pas liquide, dépasse, en 1913, 100 millions de livres (deux milliards et demi de francs).

Les Compagnies d'assurance sont restées plus longtemps à l'écart. Ces sociétés, ainsi que les Trust Companies, ont des capitaux importants à placer ; mais elles furent considérées longtemps comme ne faisant pas partie de la Cité, et devaient souscrire aux termes du prospectus. L'usage de les convier à entrer dans l'underwriting s'est répandu il y a six ou sept ans ; sans doute, l'abondance des emprunts coloniaux a-t-elle conduit les émetteurs à favoriser ainsi des souscripteurs éventuels.

Raisons de l'efficacité moins grande du système. — Depuis quelques années le cercle de l'underwriting s'est donc beaucoup élargi ; les émetteurs y font entrer parfois de simples souscripteurs et vont jusqu'à bonifier la commission

1. L'un des plus spécialisés est le « Railway Investment Trust ». Contrairement à la règle indiquée, le portefeuille de cette société qui se monte à 80 millions de francs, est constitué presque uniquement par les titres de quatre compagnies de chemins de fer.

d'underwriting à des correspondants de province. Cette extension progressive a dû nuire à l'efficacité du système et rendre plus grands les risques de ceux qui en font partie. Le caractère de l'underwriting en est modifié.

Il est d'usage, en effet, de publier, après la souscription, le résultat d'une émission publique en indiquant le montant que les underwriters ont dû lever. Du moment que parmi ces derniers se trouvent beaucoup de véritables souscripteurs, ce montant sera plus considérable. Nous avons expliqué que la répartition est laissée aux soins de l'émetteur qui l'effectuera à son gré (1) ; il servira donc les underwriters qui désiraient souscrire pour conserver les titres et libérera les autres. Mais le résultat publié, qui ne tient pas compte de ces différences, peut produire une mauvaise impression sur le public et nuire à la tenue des cours.

D'autre part le fait que les avantages offerts aux underwriters ont été de plus en plus connus a contribué, dans une certaine mesure, à affaiblir la valeur du système. L'act de 1900 qui réglemente les sociétés par actions et l'act de

1. Ce n'est pas là, ajoutons-le, une règle générale. Souvent la lettre d'underwriting stipulera l'obligation d'une répartition proportionnelle.

1908 (1) qui le confirme et le précise ont institué une publicité légale de la plus grande importance. Traduisant littéralement la loi anglaise, nous dirons que :

« Lors d'une émission publique, le prospectus doit indiquer le montant payé dans les années précédentes ou payable en tant que commission pour souscrire ou promettre de souscrire, procurer ou promettre de procurer des souscriptions à des actions ou des obligations de la société, ou le pourcentage de la commission. » En résumé, suivant ces prescriptions, le prospectus doit mentionner s'il y a une commission d'underwriting et quel est son chiffre. La déclaration doit être catégorique. Ces règles, comme toutes celles que pose l'act de 1908, ne sont applicables qu'aux sociétés anglaises, c'est-à-dire incorporées en Grande-Bretagne ; elles ne le sont pas aux sociétés étrangères parmi lesquelles comptent les sociétés coloniales. Les colonies ont leur législation propre et nombre de sociétés canadiennes ou autres sont constituées dans le seul but d'être affranchies des règles de la législation anglaise (2).

1. Companies (consolidation) Act, 1908. Le mot « Consolidation indique que cet act résume toute la législation encore en vigueur.

2. Mais les colonies mettent peu à peu leur législation en harmonie avec celle de la métropole. L'act de 1908 a déjà

Quoi qu'il en soit et pour ces différentes causes, le public a de mieux en mieux appris à connaître l'existence des underwriters et les avantages qui leur sont consentis. Une conséquence logique de cet état de choses est qu'il tend peut-être à se tenir à l'écart de l'émission publique dans l'espoir de recueillir, à un cours favorable, les ventes qui ne manqueront pas de se produire de la part des underwriters.

En même temps plusieurs circonstances ont concouru depuis quelques années à affaiblir la situation de ces derniers et à rendre leur tâche plus difficile. C'est avant tout le montant énorme des appels au public.

Les dernières années du xix^e siècle avaient été marquées par une modicité très grande du taux de l'argent. En Angleterre aussi bien qu'en France, l'importance du commerce était restée longtemps plutôt stationnaire, la moyenne du chiffre des émissions annuelles restait modeste. C'était le temps où le public achetait au pair l'Indien 2 1/2 % et où les emprunts coloniaux se plaçaient sans difficulté à un taux réel inférieur à 3 % ; les émissions étaient le plus souvent couvertes par le public et il n'y avait pas grand risque à en garantir le succès. Survint la guerre du Transvaal, et, avec elle, été adopté par la province de British Columbia (Canada) et par le Gouvernement de la Nouvelle-Zélande.

un bouleversement du marché. De grands emprunts furent nécessaires, il y eut des pertes à réparer ; les impôts nouveaux et le resserrement des crédits diminuèrent à la fois l'épargne et les capitaux disponibles dans une mesure, impossible à préciser même approximativement, mais très importante. Il y eut, sur la place de Londres beaucoup moins d'argent à placer. Néanmoins, le marché, habilement dirigé, s'adapta avec prudence aux conditions nouvelles ; le chiffre des émissions qui atteignait 124 millions de livres pour l'année 1899 ne dépasse pas 100 millions de livres en 1903 et 1904, s'élève sensiblement en 1905, mais pour revenir à ce chiffre en 1906 et en 1907. Le tableau suivant indique le chiffre des émissions de valeurs mobilières des douze dernières années (1) pour l'ensemble des possessions britanniques (2).

1901 £ 155 millions	1907 £ 121 millions
1902 £ 153 —	1908 £ 193 —
1903 £ 101 —	1909 £ 182 —
1904 £ 116 —	1910 £ 267 —
1905 £ 167 —	1911 £ 192 —
1906 £ 122 —	1912 £ 210 —

A partir de 1907 les appels d'argent deviennent très grands. Entraînée par le grand mouvement de prospérité qui succède à la crise américaine de

1. Chiffres de l'*Economist*.

2. Il faut donc défalquer les émissions faites hors le Royaume-Uni. Cf. le tableau complet, chap. IV.

1907, la Grande-Bretagne voit augmenter parallèlement et dans des proportions très grandes son commerce extérieur et les emprunts de valeurs étrangères, son commerce intérieur et le chiffre total des émissions. Depuis 1908, le total de ces dernières oscille autour du montant formidable de 200 millions de livres (5 milliards de francs). Il ne faut pas apporter une foi aveugle dans la lecture de ces statistiques qui, bien que dressées avec beaucoup de soin, ne tiennent pas compte des conversions ni des remboursements ; mais il n'en reste pas moins vrai que le chiffre est considérable. Il n'est pas impossible qu'il dépasse les disponibilités de l'épargne du pays ; en France les quelques établissements qui dirigent les placements du pays sont à même, en se concertant, de se rendre un compte plus ou moins exact de ce qu'il peut absorber. En Angleterre, cette politique n'est pas possible ; le marché de l'underwriting est précisément le baromètre qui doit indiquer si la place est plus ou moins surchargée de papiers et par suite si les émissions ont les chances de rencontrer un accueil favorable. A la suite d'un engorgement durable, conséquence d'appels restés en souffrance, le nombre des émissions nouvelles finirait par diminuer (1). Cependant ce pouvoir de contraction

1. Ainsi récemment, dans les dernières semaines du premier semestre de 1913, les financiers anglais ont décidé de

n'est pas illimité ; il y a toujours, que ce soit pour des sociétés, dont le développement nécessite de nouveaux capitaux ou pour des états qui doivent équilibrer leur budget, des appels d'argent qui ne peuvent être différés.

En outre, les financiers hésitent longtemps à se croire en présence du phénomène que nous pourrions appeler sur-émission. L'engorgement, si l'on vient à le constater, peut en effet avoir d'autres raisons. Prenons l'exemple de ces derniers mois : depuis l'automne dernier, les meilleurs emprunts ont peu de succès ; des fonds de provinces canadiennes, des emprunts d'Australie 4 % émis au-dessous du pair ont laissé 90 % aux underwriters alors que, dans les mois précédents, leurs cours sur le marché dépassaient le pair ; les émissions de fonds d'états étrangers n'ont guère eu un meilleur accueil.

Or si nous constatons sans peine l'effet, comment discerner la cause ? Est-ce un encombrement de nouvelles valeurs sur le marché de Londres ? N'est-ce pas l'inquiétude que la tension européenne fait

réduire dans la mesure du possible le chiffre des nouvelles émissions. Une politique identique a été suivie dans tous les centres d'affaires, aussi bien à Paris qu'à New-York et à Berlin. Ceci tendrait bien à montrer que l'engorgement constaté à Londres est l'effet général de la crise politique et de l'abondance des émissions nouvelles plutôt que d'un vice de l'underwriting.

naître continuellement dans les milieux financiers, depuis la crise balkanique et l'ouverture des hostilités ? Aucune de ces deux explications ne saurait être poussée trop loin, car au-dessous du prix d'émission le marché reste bien disposé et les underwriters, en faisant une concession de prix, peuvent toujours vendre sans difficulté.

Est-ce alors la faillite du système de l'underwriting qui se trouve dans ces conditions ne plus satisfaire personne : les émetteurs, débordés, sont obligés d'acheter sans relâche, pour empêcher que les ventes successives ne finissent par déprécier leur valeur, et les underwriters reperdent, en réalisant les titres, une grande partie de la commission qui leur a été allouée ? Beaucoup de gens prétendent que cette dernière explication est la plus juste et demandent que les Joint Stock Banks prennent en mains, comme nos établissements de crédit, le placement des émissions.

L'exemple de ce qui se passe sur notre marché est mis en avant.

En France le système de l'underwriting n'existe pas. Pour émettre les valeurs il se forme des syndicats, sous la forme d'associations en participation, dans lesquelles la personnalité des individus disparaît jusqu'à la dissolution du syndicat (1). Comme

1. Les syndiqués ne peuvent donc se dégager, comme les

le but de ces associations est de placer le plus grand nombre possible de titres, et avec rapidité, leur direction est donnée très habituellement aux établissements de crédit qui disposent de la clientèle de placement. Grâce à leur organisation, les syndicats dont ils entreprennent la gestion travaillent avec succès et l'underwriting ne pourrait donner que de moins bons résultats. Il est certain, les mêmes causes amenant les mêmes effets, que si les Joint Stock Banks venaient à intervenir activement dans le mécanisme de l'émission, l'underwriting n'aurait plus de raison d'être.

Avant de faire le procès de l'underwriting, il nous faut donc examiner si la situation des banques, à Londres, permet à ces établissements de jouer un rôle actif dans l'émission.

underwriters, à moins de vendre leur part dans le syndicat, ce qui n'est pas courant. Si le syndicat n'a pu placer les titres il les distribue en se dissolvant parmi ses membres et ceux-ci peuvent les vendre. Mais leur situation n'est alors pas très bonne. Ils se déferont bien difficilement d'un papier qu'une organisation puissante s'est déjà efforcé, sans succès, de faire acheter. En principe, les syndiqués ont donc moins de liberté et plus de risques que les underwriters. Mais, en fait, nos grandes banques placent le plus souvent les émissions sans difficulté. Ils se contentent même souvent de la garantie des participants au syndicat, dont elles liquident les opérations sans avoir exigé de versements, en formant au besoin, entre elles, un second syndicat.

Les Joint Stocks Banks peuvent-elles prendre en main l'émission des valeurs mobilières? — Nous avons vu avec quelle intensité s'était produit le mouvement de concentration des banques, en Angleterre, dans les vingt ou vingt-cinq dernières années. Ce mouvement qui se continue encore de nos jours a transformé leur méthode de travail, considérablement accru leur puissance et doté le pays d'un réseau de comptoirs de plus en plus étendu.

En même temps l'activité de ces banques se développait et prenait des directions nouvelles; leur champ d'action s'élargissait. Il y a encore fort peu d'années, uniquement préoccupées de leurs dépôts et de leurs avances, elles se tenaient tout à fait écartées du marché des changes étrangers. Elles ont presque toutes comblé cette lacune; la City & Midland Bank, la London & County Westminster Bank ont des services de change importants (1). Il est probable d'ailleurs que ce mouve-

1. Voir National Monetary Commission. — The english banking system. — Le sénateur Aldrich, délégué par le gouvernement des États-Unis, fit en 1910 une enquête sur les systèmes d'émission et de banques dans tous les pays d'Europe. Les résultats de cette enquête ont été publiés pour chaque état. On lira également avec intérêt la partie de l'ouvrage qui traite du marché français.

Les opérations de change ont un caractère nouveau qui

ment est dû en partie à l'exemple et à la concurrence des banques étrangères. De même le chiffre de leurs acceptations (1) grandit chaque année et menace la prépondérance que les merchant bankers avaient dans cette branche d'affaires. Enfin plusieurs joint stock banks se sont occupées dans ces dernières années de beaucoup d'émissions d'une façon directe, et tout récemment, l'une des plus

les fait dépendre plus étroitement des grandes banques et, à ce point de vue, plus peut-être qu'à tout autre, les banques étrangères (foreign bankers) jouent un grand rôle sur le marché de Londres. Autrefois les banquiers privés pouvaient, grâce à leur expérience, connaître d'avance les mouvements d'importation et d'exportation et, concentrant entre leurs mains les traites étrangères, diriger le marché des changes. De nos jours les règlements commerciaux sont devenus plus complexes et ne gouvernent pas seuls les variations du change ; celles-ci sont liées à des causes si complexes qu'elles ne peuvent plus donner lieu à des mouvements réguliers. Les banquiers privés ont donc peu à peu perdu leur prépondérance dans ce domaine qui est important puisque le premier soin des banques anglaises, lorsqu'elles ont voulu élargir leur cercle d'activité, a été d'y prendre pied.

1. C'est-à-dire des lettres de change que, moyennant une commission, des correspondants tirent sur leurs banques. Le tireur, en donnant la traite à l'escompte, se procure des fonds. Le tiré banquier, en fournissant sa signature, engage son crédit. Il est possible de se demander jusqu'à quel point cette pratique n'est pas dangereuse pour des sociétés anonymes qui peuvent être tentées de prendre ainsi, pour rendre service à leur clientèle, des engagements considérables.

importantes d'entre elles, la London City & Midland Bank, a, suivant la méthode française, rémunéré ses agents pour placer avec succès un emprunt.

Mais ce dernier cas est isolé, et d'une manière générale, il n'est pas certain que les banques anglaises entrent résolument dans la voie du placement direct. En France, les meilleures conditions sont réunies pour le faire; l'épargne est disséminée à ce point qu'il faut pour la trouver, que des centaines de succursales établies sur toutes les parties du territoire soient en contact permanent avec elle. Tous ces différents centres trop peu importants par eux-mêmes doivent être groupés et l'organisation des établissements de crédit répond donc à ce point de vue admirablement à nos besoins.

En Angleterre la richesse est beaucoup moins divisée. Comme les terres, comme le commerce, comme l'industrie, elle est tenue par des mains relativement puissantes. Une banque anglaise pour un milliard de francs de dépôts n'a pas cent mille comptes. Le Crédit Lyonnais pour deux milliards en a plus de six cent mille (1). La moyenne des effets qui passent à la banque d'Angleterre est de plus de vingt mille francs ; dans les banques

1. Voir le dernier rapport présenté à l'Assemblée Générale.

françaises, elle est d'environ six cents francs (1) ; on pourrait multiplier les exemples qui montrent bien la différence de constitution dans la richesse des deux pays.

Le développement économique différent chez l'un et chez l'autre, suffit à expliquer ce contraste. La France est avant tout un pays agricole et la propriété y est plus divisée qu'ailleurs. Le paysan depuis longtemps met chaque année de côté le produit de ses récoltes. Les richesses de l'Angleterre ont été amassées en très grande partie par des industries concentrées et par un commerce que dirigent surtout des maisons importantes (2).

1. Il y a lieu de noter, à ce sujet, que le système du chèque, très perfectionné en Angleterre, supprime sans doute beaucoup de petits effets et qu'en outre la banque d'Angleterre, de par sa situation dans le marché, reçoit surtout les gros effets. La différence des chiffres n'en est pas moins saisissante.

2. Voici le chiffre du commerce anglais à différentes époques :

En 1699.	. . .	Importations	£	5 600.000
—	. . .	Exportations	£	6.800.000
En 1810.	. . .	Importations	£	39.300.000
—	. . .	Exportations	£	48.500.000
En 1911.	. . .	Importations	£	680.000.000
—	. . .	Exportations	£	556.000.000

C'est avec l'industrialisation du pays que la population s'est

Puis l'accroissement de la population qui a quadruplé en cent ans a été trop rapide pour que l'éparpillement des fortunes dans la masse de la nation ait encore eu le temps de beaucoup se produire. La répartition des capitaux en Angleterre est assez spéciale ; ce n'est pas la prédominance des grandes fortunes (1), car les budgets moyens sont nombreux, mais c'est un régime qui ne fait pas une place aussi grande que le nôtre à la petite épargne ; or, c'est surtout cette petite épargne qui place son argent par les guichets des banques ; le reste va directement sur le marché s'employer, à Londres chez les brokers, à Paris chez les agents de change.

En France, les établissements de crédit, créés

soudainement accrue : Cunningham donne les chiffres suivants :

En 1688	5.500.000 habitants	
— 1750	6.500.000	—
— 1801	8.900.000	—
— 1851	18.000.000	—

Le chiffre actuel est de plus de 40 millions d'habitants.

1. Cependant l'on constate, en comparant le détail des annuités successorales dans les deux pays, que les grosses fortunes figurent en Angleterre pour un chiffre proportionnel beaucoup plus élevé qu'en France. Il est juste d'ajouter que, quant à la répartition générale de la fortune dans les deux pays, la comparaison de ces deux statistiques n'est pas très concluante. Voir d'une part le *Rapport de l'Income Tax* et d'autre part la *Richesse de la France*, par Henry et Lavergne.

et développés avant que l'industrie de l'émission n'ait pris une grande extension, n'ont pas rencontré de concurrence sérieuse ; avant eux les placements se faisaient à la bourse, dont l'organisation ne pouvait suffire ; les agents de change en effet, soumis depuis leur création au système du monopole, de l'autorisation, de la solidarité et de la charge, restèrent toujours des intermédiaires passifs et ne purent pas prendre l'initiative d'organiser une force de placement à travers le pays. Plus énergiques peut-être, mais moins considérés, les coulissiers ne trouvèrent guère à employer leur activité ailleurs que sous les colonnes de la bourse. En somme, les banques, trouvant le champ libre, purent dès leur formation considérer que l'émission des valeurs mobilières faisait partie de leur programme d'action et s'organiser en conséquence : des services d'études financières furent créés ; les directions actives et intelligentes recherchèrent des placements, nouèrent des relations à l'étranger et, grâce à la force de placement qu'ils représentaient, supplantèrent peu à peu, auprès des gouvernements, les banquiers privés ; ceci est d'une importance considérable chez nous, où les fonds d'états sont toujours les grands favoris du public.

En Angleterre au contraire, les Joint Stock Banks, lorsqu'elles furent définitivement organisées, se trouvèrent en face d'un système d'émission

qui fonctionnait avec régularité (1) ; nous avons longuement insisté sur le rôle joué par les grandes maisons de brokers qui ont des correspondants et des clients dans toutes les parties de la Grande-Bretagne.

Les banques n'eurent donc pas le désir d'intervenir ; elles n'auraient pas pu le faire sans inconvénients à cause de leur caractère traditionnel de banques de dépôts. Les dépôts dans les banques atteignent chez nos voisins des montants très considérables (2). Ils proviennent principalement de deux sources différentes : une partie représente des capitaux que les Anglais confient à ces établissements au lieu d'acheter des valeurs, satisfaits d'un revenu médiocre parce qu'ils ont confiance dans la solidité du placement (3) ; une autre partie représente ce que les commerçants, les industriels et les particuliers laissent au crédit de leur compte pour régler leurs transactions et leurs besoins quotidiens au moyen de virements et de chèques, système poussé jusqu'à ces dernières limites de perfectionnement.

1. Voir le chapitre précédent.

2. Cf. plus loin.

3. Nous avons vu, dans le premier chapitre, que l'épargne anglaise s'était développée bien avant l'extension des valeurs mobilières et avait pris de bonne heure l'habitude de s'employer en dépôts dans les banques. En France il y avait sans doute depuis longtemps une épargne mais pas de banques.

C'est une lourde responsabilité que celle qui résulte de la surveillance et de la gestion de ces sommes importantes qui ont leur contre-partie dans des montants presque équivalents de papier d'escompte, d'avances et de prêts ; on comprend que les directeurs de ces établissements aient mis tout leur temps et leurs soucis au service des opérations commerciales et n'aient pas voulu risquer de compromettre leur crédit dans ce que l'on convient d'appeler les affaires financières. C'est même là une idée qui ne leur serait probablement jamais venue sans l'exemple du continent (1) ; et cependant l'autorité indiscutable dont jouissent maintenant ces établissements, ainsi que la perfection de leur organisation leur permettraient de prendre en mains, comme les nôtres, le placement des émissions.

Il faut seulement, pour procéder au travail de classement qui est en somme la base du placement de titres, que les banques anglaises aient, comme les établissements français, dans leurs agences et dans

1. Et peut-être sous l'influence d'un sentiment assez nationaliste. Les merchant bankers qui ont le monopole de l'émission ont, presque tous, des origines et des attaches étrangères.

Les Anglais, sans méconnaître que le système fonctionne avec d'excellents résultats, se rendent bien compte qu'ils sont en tutelle.

leurs succursales des directeurs habiles et possédant une certaine influence sur le public ; il y a toute une éducation de personnel à faire, très délicate, et qui ne peut pas s'improviser. On peut se demander également si la mentalité du public anglais sera aussi docile que la nôtre. Toutefois à ce point de vue il est loisible de remarquer, dès maintenant, que le public anglais de nos jours tend à suivre plus volontiers les conseils des banques que ceux des brokers — croyant ceux-ci moins désintéressés que ceux-là.

Quoi qu'il en soit les directions ne paraissent pas encore très disposées à sortir de leur rôle spécial de banque pure. Il est possible d'affirmer que le système de placement libre, avec underwriting, subsistera toujours au moins pour une partie des émissions ; son existence sera défendue avant tout par le traditionalisme anglais.

Rôle actuel des Joint Stock banks dans le système de l'underwriting. — Avances sur titres. — Importance de leurs dépôts. — Il ne faudrait pas croire d'ailleurs que le rôle des banques, en matière d'émission, soit à l'heure actuelle négligeable. Elles ont une très grande influence par les conseils qu'elles donnent à leur clientèle et leurs guichets qu'elles prêtent aux émetteurs. Il faut compter que le quart environ des émissions faites dans une année ne donne pas lieu à l'underwriting et doit se placer

uniquement par les guichets des banques ; mais, et c'est là ce qui fait la différence avec le système français, ces banques agissant alors comme intermédiaires et non comme syndicataires sont assez indifférentes à l'émission et n'intéressent pas leurs agents à assurer le succès de la souscription. Aussi cette méthode d'émission réussit-elle en général moins bien que l'underwriting.

Si les Joint Stock Banks se tiennent encore volontiers à l'écart de la préparation et de l'émission des emprunts, elles interviennent avec d'autant plus de liberté et d'efficacité pour dégager, en leur accordant des avances contre leurs titres, les underwriters embarrassés. Ces derniers, nous l'avons vu, ont souvent avantage à emprunter sur leur participation plutôt qu'à vendre à des cours dépréciés. La commission qui leur est allouée, ajoutée à l'intérêt de leur papier, leur permet de le faire.

L'importance de ces opérations d'avances sur titres est considérable. De cette façon les banques interviennent puissamment dans le mécanisme de l'émission, mais seulement au second degré. Cette division du travail et des risques est un trait caractéristique du régime anglais. Au surplus elle est facilitée par les énormes ressources dont disposent les banques anglaises.

Il y avait à la fin de l'année 1912 plus de vingt milliards de francs de dépôts dans les Joint Stock

Banks et la banque d'Angleterre, et c'est vingt-cinq milliards qu'il faudrait dire si nous ajoutions les dépôts dans les banques d'Écosse et d'Irlande. Nous ne comptons pas les sommes d'argent dont disposent les banques coloniales puisqu'il s'agit de capitaux qui travaillent en dehors du pays et qui proviennent même en grande partie des économies que chaque émigrant apporte avec lui au Canada, en Australie ou ailleurs (1).

En outre la plupart des grandes banques du continent ont des succursales à Londres (2). France, Allemagne, Autriche, Russie, Italie, États-Unis même, ont toujours des fonds sur ce mar-

1. L'importance des dépôts dans les colonies est le reflet de la puissance du marché monétaire anglais et est intéressante à connaître :

Les banques, dans l'Afrique du Sud ont environ 50 millions de livres de dépôts (£ 50.000.000).

En Australie £ 170.000.000 ;

Au Canada £ 110.000.000 ;

Aux Indes £ 40.000.000 ;

L'importance des dépôts en Australie, qui a 4 millions d'habitants, est frappante comparée à ceux des Indes qui sont peuplées d'environ 300 millions d'indigènes. Mais c'est l'émigration anglo-saxone qui apporte avec elle dans les colonies anglaises les capitaux et surtout la pratique du crédit. L'Inde, souvent créditrice de la métropole grâce à ses belles récoltes n'est pas pauvre ; mais elle enfouit son or qui ne reste pas dans la circulation.

2. Voir le chapitre précédent.

ché (1). L'Angleterre a de tout temps considéré qu'il était de son intérêt d'ouvrir à deux battants les portes de la Cité. Il y a tellement peu d'exclusivisme sur ce marché que l'on a jugé nécessaire de préciser, dans les règles du Stock Exchange, qu'un emprunt d'un état en guerre avec l'Angleterre ne pourrait être côté ! Ce n'est certes pas par amour de l'internationalisme que les Anglais agissent ainsi ; il n'ont jamais passé pour songer beaucoup aux intérêts d'autrui ; mais d'une part les banquiers et intermédiaires gagnent à cette facilité des échanges et d'autre part le commerce et l'industrie britanniques profitent de l'abondance des capitaux, que ceux-ci soient anglais ou étrangers (2).

Les places étrangères considèrent depuis longtemps Londres comme un centre monétaire ; c'est le seul marché libre de l'or, alimenté d'une façon continue par les arrivages du Trans-

1. Il est bien probable que certains pays, comme la France, sont en général donneurs de capitaux. D'autres, comme l'Allemagne ou l'Autriche en recherchent. Indirectement nous sommes amenés de cette façon à commanditer les industries de nos voisins, si les taux d'intérêt l'exigent.

2. Le capital étranger s'emploie beaucoup à Londres sous forme d'argent placé en report. Ceci tient à l'ampleur de la bourse de Londres. Il n'est pas facile de se faire une idée, même approximative, des ressources dont profite, sous cette forme, le marché anglais ; elles sont considérables.

vaal (1) et de l'Australie ; le papier sur Londres peut être converti sans difficulté en métal jaune par l'escompte à la banque d'Angleterre, ce qui est fort utile en temps de crise (2). Aussi est-il recherché dans tous les pays du monde.

Il est possible que l'intrusion de l'élément étranger ait été plus loin que ne l'eussent pensé et désiré les Anglais ; ceux-ci, plutôt lents de méthode, ont parfois fort à faire pour n'être pas éliminés de leurs propres marchés financiers et commerciaux. Mais enfin le résultat actuel de cette grande liberté de transactions est d'abord une moisson de bénéfices substantiels que les banquiers londoniens recueillent sous forme de commissions et

1. Chaque semaine vingt millions de francs d'or en barres arrivent à Londres, de l'Afrique du Sud. En élevant un peu son prix d'achat, la banque d'Angleterre peut toujours s'en rendre acquéreur. C'est, en pratique, une réserve potentielle dont il faudrait tenir compte lorsque l'on discute la situation et la réserve de cette banque.

Il est certain qu'une grève des mineurs du Transvaal comme celle qui fut menaçante il y a quelques semaines serait très dangereuse pour le marché monétaire de Londres et, par conséquent, pour celui des autres places.

2. A New-York, le Trésor donne de l'or sans difficultés. Mais ce grand marché spéculatif est un peu loin de l'Europe et mal organisé, encore, au point de vue du marché de l'escompte. Néanmoins il est possible que, dans un avenir rapproché, il se forme de l'autre côté de l'Atlantique un marché monétaire comparable à celui de Londres.

d'escompte (1); ensuite un contact perpétuel avec les places étrangères, contact dont il peut résulter beaucoup de bien et peut-être aussi dans certains cas quelque danger (2).

Les caractères que nous avons signalés ne sont pas nouveaux; la situation était la même il y a cinquante ans; seuls les chiffres ont varié. En 1873 les dépôts dans les banques à Londres étaient de trois milliards de francs, à Paris de trois centvingt-cinq millions. Bagehot, qui donne ces chiffres, écrit déjà : « Lombard Street est de beaucoup la plus grande

1. On estime que l'Angleterre recueille environ £ 50.000.000 (un milliard 1/4 de francs) par an pour l'aide qu'elle apporte dans les règlements financiers internationaux. La plus forte part de cette somme provient des bénéfices de la place de Londres.

2. Par exemple les Anglais ne sont pas sans inquiétude au sujet de savoir comment les établissements financiers étrangers, s'il survenait une crise européenne, considéreraient les traites acceptées par leurs succursales de Londres. En droit la question ne se pose pas : un moratorium (c'est là le cas que nous envisageons) est l'interdiction de dresser protêt. Prononcée en France ou en Allemagne, cette interdiction ne pourrait avoir d'effets à Londres. En fait, les banques ne pourraient peut être pas faire face à leurs engagements. Mais nous sommes persuadés que, dans le cas envisagé, et même en admettant que l'Angleterre soit en dehors de la crise, le gouvernement britannique n'hésiterait pas à prononcer le moratorium en même temps qu'une grande puissance continentale. La situation centrale du marché de Londres l'exige.

Nous devons signaler que la banque d'Angleterre n'admet à l'escompte aucune acceptation de banque étrangère.

combinaison de puissance économique et de délicatesse financière que le monde ait jamais connue ; voilà la description la plus courte et la plus vraie que l'on puisse en faire. » Bagehot donne d'autre part une explication très curieuse de l'abondance des dépôts en Angleterre : il croit que la faculté accordée pendant longtemps aux banquiers qui opéraient dans les différentes parties du pays d'émettre des billets, habitua le public à leur donner sa confiance : du moment qu'il acceptait leur signature — et il était forcé de le faire vu l'insuffisance et le mauvais état des monnaies — il pouvait bien leur confier son argent. Il est probable que cette ingénieuse explication n'est pas suffisante ; il faut considérer aussi que le caractère national, en Angleterre, est confiant et s'adapte bien aux conditions du commerce ; en France le système du chèque et du virement ne s'est jamais beaucoup développé, même de nos jours ; il ne fait pas des progrès sensibles malgré les facilités qu'offre à ce point de vue le réseau des succursales des établissements de crédit(1). Par contre les dépôts dans nos banques

1. L'extension du système des chèques rencontre chez nous deux obstacles matériels qui peuvent être de quelque effet. C'est d'abord la circulation très considérable des billets de la Banque de France ; c'est ensuite que le système, avant d'être au point, exigerait sans doute de gros sacrifices de personnel et de travail de la part des établissements de crédit.

ont atteint, à leur tour, des sommes respectables qui ne peuvent toutefois se comparer encore avec les chiffres que nous citons tout à l'heure pour l'Angleterre.

Avec les ressources dont elles disposent, les banques anglaises peuvent escompter tout le papier commercial, faire des avances sur marchandises, sur titres, sur hypothèques (1), et placer un montant qui, en général, est d'environ 20 % de leur actif, en valeurs de placement, fonds d'états, actions et obligations (2).

Le marché des émissions — et c'est là un des points essentiels de cette étude — profite de la forte situation des banques. Celles-ci peuvent lui avancer tout ce dont il a besoin ; elles mettent à sa disposition sans marchander, sous forme de prêts aux *inderwriters* et aux porteurs de titres, leurs vastes ressources. Puisqu'elles peuvent intervenir ainsi, sans risques et avec profit, pourquoi désireraient-elles beaucoup s'occuper du placement même des émissions ?

1. Les sociétés de crédit foncier n'existent pas en Angleterre. Ce sont les banques et les particuliers qui prêtent sur les terrains et les immeubles directement ou par l'intermédiaire de leurs sollicitors (*avoués*).

2. Depuis 1899 jusqu'à nos jours les Consolidés ont baissé de 110 à 72. Les banques ont en portefeuille pour plusieurs milliards de francs de ces fonds. C'est une perte très importante qu'elles ont dû amortir à l'aide de leurs bénéfices.

En France, encore à ce point de vue, la situation est très différente. Les établissements de crédit ne disposent pas de trop de ressources pour mener à bien leurs importantes opérations commerciales. Le portefeuille commercial français est très considérable et, relativement aux dépôts, plus élevé que celui de nos voisins d'outre-Manche (1) ; il est bon qu'un système de placement direct et immédiat, comme celui qu'ils ont parfaitement organisé, les dégagent le plus rapidement possible des émissions dont ils gèrent les syndicats. Une masse de titres flottants n'aurait pas derrière elle le marché monétaire de Londres ; la place de Paris n'est pas organisée à ce point de vue.

Au contraire il semble bien que les banques anglaises aient, jusqu'à présent, préféré intervenir dans le mécanisme de l'émission par les avances sur titres plutôt que d'une manière directe.

1. Au 31 décembre 1912 le portefeuille commercial total des banques françaises par actions s'élevait à environ 7 milliards de francs et l'ensemble de leurs ressources à 10 milliards 1/2. L'excédent était faible, comparé à celui dont disposent les joint Stock Banks ; pour celles-ci les chiffres respectifs sont d'environ 10 milliards et 20 milliards de francs.

Nous croyons que l'explication de la différence des deux systèmes d'émission est pour une bonne part dans ces chiffres.

CHAPITRE III (1)

Admission à la cote. — Publicité

I

Admission à la cote

Avant d'examiner les résultats de l'underwriting il nous faut signaler les dispositions qui, dans le règlement du Stock Exchange de Londres et la loi anglaise sur les sociétés, intéressent directement l'émission des valeurs mobilières.

Admission à la cote. — Aussi longtemps qu'une valeur n'est pas à la cote du marché de Londres, les opérations auxquelles elle donne lieu sont traitées pour le jour de son introduction ; ce jour est le « special settling day ». Les affaires concernant cette valeur sont faites en « special settlement », c'est-à-dire en liquidation spéciale, et non pas

1. Cf. Règlements du Stock Exchange
The companies Act, 1908.

dans la liquidation bi-mensuelle comme pour les titres cotés (1).

Le comité du Stock Exchange fixe la date de cette liquidation spéciale lorsque les documents suivants ont été remis au secrétaire du département de l'émission (share and loan department).

a) *S'il s'agit de fonds d'États ou d'obligations de villes :*

Un spécimen du certificat (2) ou de l'obligation ;

Un exemplaire du prospectus, de la circulaire ou de l'annonce relative à l'émission ;

Une déclaration établissant ;

1° Le montant de l'émission attribué d'une part au public, d'autre part aux apporteurs ;

2° Les numéros de chacune de ces catégories de titres ;

3° La somme jusqu'à concurrence de laquelle ces titres sont libérés ;

4° Que les certificats ou les obligations sont en nombre suffisant pour la bonne fin des livraisons (3) ;

1. Quand l'introduction est celle d'un emprunt déjà coté sur une place étrangère il n'y a pas de liquidation spéciale (art. 132 du règlement).

2. Certificat, c'est-à-dire titre provisoire. Ce sera souvent le simple reçu des sommes touchées par l'émetteur.

3. En outre ne peuvent être cotés les emprunts d'aucun gouvernement étranger : qui aura manqué à ses engagements

b) *S'il s'agit des actions de nouvelles sociétés :*

Le certificat d'incorporation délivré par le bureau de l'enregistrement (registrar of joint stock companies) et qui fait foi que, les statuts de la société (memorandum of association) ayant été incorporés, la société se trouve soumise aux prescriptions de l'Act de 1908 ;

Un spécimen du certificat d'action ;

Un exemplaire du prospectus ou de la pièce qui en tient lieu, déclaration déposée au bureau de l'enregistrement, circulaire, annonce relative à l'émission ;

Les différents contrats relatifs à l'attribution d'actions d'apport ;

Une lettre du Secrétaire de la société indiquant :

1° Que les certificats d'actions sont prêts à être délivrés ;

2° Les numéros des actions attribuées d'une part au public, d'autre part aux apporteurs ;

3° Les détails de la formation du capital ;

4° La valeur nominale des actions et la somme jusqu'à concurrence de laquelle elles sont libérées ;

5° Si, au cas où la totalité du capital n'a pas été émise au moment de la souscription, la partie non

(sauf entente avec les créanciers) ; — qui sera en état de guerre contre l'Angleterre.

émise est attribuée à des apports ou bien réservée pour des émissions futures.

c) *S'il s'agit d'obligations de nouvelles sociétés (stock or debenture stock) (1) ;*

Un spécimen du certificat ;

Un exemplaire du prospectus ou de ce qui en tient lieu (voir précédemment) ;

Une lettre du secrétaire de la société établissant :

1° La répartition au public et aux apporteurs ;

2° Les versements effectués par £ 100 de stock ;

3° Que les certificats sont prêts à être délivrés.

En somme le comité, avant de permettre l'introduction d'une valeur, veut être assuré qu'elle représente une réalité, qu'elle a été offerte en souscription publique et que les titres sont prêts à être délivrés. En outre, trois jours de délai permettront à tout membre du Stock Exchange qui a des raisons de s'opposer à l'introduction du nouveau titre de produire sa réclamation.

1. Stock ou debenture stock par opposition à « share » et « bond » signifie qu'il n'y a pas division du capital, actions ou obligations, en titres numérotés ou plutôt, puisque les actions ont le plus souvent la forme nominative, que l'action ne sert pas d'unité dans les négociations. Une négociation portera, par exemple, sur 2.000 livres de debenture stock mais non pas sur 100 obligations de 20 livres. Cette manière de faire est parfois commode ; en particulier lorsque les actions ou obligations doivent, pour servir de garantie, être déposées dans une compagnie de Trust.

A cet effet, voici la procédure indiquée par le règlement du Stock Exchange :

Lorsque les documents prescrits lui ont été remis, le secrétaire du département de l'émission fait savoir par notice publique qu'il a une demande de liquidation spéciale pour un nouvel emprunt où les titres d'une nouvelle société. Trois jours après cette annonce publique, le comité du Stock Exchange fixera un jour de liquidation spéciale, après avoir vérifié que le nombre de titres à délivrer est suffisant (art. 131 et 133).

Le comité établit une liquidation particulière pour les négociations portant sur des titres attribués à des apporteurs. Le règlement interdit qu'il y ait moins de six mois entre la liquidation spéciale des titres attribués aux souscripteurs et celle des titres attribués aux apporteurs.

Le délai de six mois pendant lequel les actions d'apport ne sont pas négociables résulte donc des prescriptions réglementaires du Stock Exchange, corporation privée. Chez nous ce délai est de deux ans et résulte de la loi (art. 2 de la loi du 1^{er} août 1893).

Ainsi pourront se régler toutes les opérations précédemment faites en ces nouvelles valeurs. Underwriters et public en général ont le plus grand intérêt à ne pas se voir refuser ce « special settling day ». En effet, il est expressément stipulé : « que

la bonne fin des négociations dans les titres d'une nouvelle émission est sujette à l'indication par le comité d'une liquidation spéciale (settling day) » (art. 130). .

Que le comité ne veuille pas fixer de liquidation spéciale et toutes les négociations portant sur les nouvelles valeurs sont annulées. Le cas n'est pas fréquent ; l'admission à la cote lorsque les conditions exigées par le règlement ont été remplies, est une pure formalité, qu'il s'agisse de titres anglais ou de titres étrangers ; il n'y a pas lieu, comme pour l'introduction à la bourse de Paris, à l'autorisation gouvernementale (1).

Néanmoins le comité rejettera la demande de

1. Le contrôle chez nous, s'exerce seulement à l'occasion de l'introduction d'une valeur étrangère. Voir les thèses de Boissière, 1908 ; Ribière et Arboux, 1912. Ce contrôle est nécessaire dans l'organisation actuelle du marché de Paris et a parfois d'excellents résultats.

Toutefois une pratique regrettable est à signaler : c'est le retard apporté à l'admission à la cote des titres nouveaux d'une société abonnée à notre marché. Les actionnaires français qui ont profité de leurs droits et souscrit à de nouvelles actions sont alors dans l'impossibilité de vendre ces dernières. (Augmentation du capital de la Briansk de 60.000 actions en juillet 1912. Les titres ne sont pas encore livrables à Paris, mai 1913.)

Depuis que nous avons écrit ces lignes l'autorisation a été donnée (juillet 1913). Les actionnaires ont donc conservé pendant un an des titres indisponibles.

liquidation spéciale — et annulera par ce fait toutes les opérations conclues — lorsqu'il apprendra que les opérations préliminaires ont été frauduleuses.

Il y a, dans les annales de la bourse de Londres, quelques-uns de ces derniers cas qui sont célèbres. Voici comment s'est produite assez fréquemment une fraude, grâce à laquelle les administrateurs ou les promoteurs d'une société nouvelle peuvent, non seulement couvrir artificiellement la souscription aux titres émis, mais encore mettre dans leur poche un joli bénéfice (1) :

Les intéressés souscrivent à une grande quantité de titres, presque tout le capital ; le premier versement est effectué à l'aide de quelque moyen de trésorerie ; en même temps ils achètent sur le marché en payant une prime suffisante un nombre considérable de titres pour le jour de la liquidation spéciale. Les émetteurs ont soin, puisque l'*allotment* (2) est libre, de répartir à eux-même la presque totalité des titres. Rien ne restera pour les autres souscripteurs et ceux qui, alléchés par la prime, auront vendu les titres qu'ils espéraient obtenir, seront dans l'obligation de racheter coûte que coûte au jour de la liquidation spéciale, au

1. Cf. The Rules of the Stock Exchange. (Règlements).

2. Voir plus haut p. 71.

prix que les émetteurs voudront bien fixer. C'est là un « corner » (1) frauduleusement organisé. Ce n'est qu'en présence de tels agissements que le comité de la boursé refuse à juste titre de fixer un jour pour la liquidation spéciale ; de cette façon, les opérations engagées ne se résolvent pas et les fraudeurs en sont pour leurs frais.

Nous avons indiqué ce point avec quelques détails afin de montrer que, pour être indépendante vis-à-vis des pouvoirs publics, la bourse de Londres n'en est pas moins soumise à un contrôle assez sévère ; ce contrôle dépendra bien entendu, et de la valeur du comité et du soin que mettront les différents membres du Stock Exchange à veiller à la police des introductions.

Il faut bien noter que le comité n'a pas la faculté de revenir sur sa décision quant à la liquidation spéciale, dont les effets, une fois qu'elle a été accordée, sont irrévocables. Toutefois il n'est pas désarmé ; en suspendant le « buying in », c'est-à-dire le droit général qu'a tout acheteur de forcer les vendeurs à racheter sur le marché les titres que ceux-ci ne peuvent livrer, le comité peut toujours faire échouer la spéculation décrite plus haut s'il

1. Terme de bourse qui signifie que des spéculateurs ont vendu à découvert une quantité de titres qu'il leur est impossible de retrouver.

vient à la découvrir après l'introduction des titres sur le marché. Il peut aussi, éventuellement, rayer la valeur de la cote officielle.

Il ne faut pas confondre la fraude que nous venons de décrire avec une manière d'agir très usuelle parmi les émetteurs et qui, somme toute, n'est pas très critiquable. Souvent, pour encourager le public à souscrire aux titres d'une nouvelle société, les émetteurs font acheter sur le marché en payant une prime ; l'opération restera circonscrite entre le broker qui a tout intérêt à acheter largement puisqu'il touche son courtage, et le jobber qui donnera volontiers avec un petit bénéfice le titre qui lui sera garanti au pair par l'émetteur (1). En présence de cette prime factice, les gens souscriront plus volontiers. Sans doute il y a pour la société finalement une perte si les titres sont revendus moins chers après la souscription, mais cette perte sera comptée parmi les frais d'émission ; ou plutôt elle aura été prévue dans la commission payée aux vendeurs ou aux émetteurs. En effet les opérations sont faites par eux et non par la société qui n'a pas le droit d'acheter ses propres actions.

En principe, ces opérations avant la clôture de

1. Bien entendu les émetteurs garantissent ces titres au jobber. Sinon nous rentrerions dans le cas de fraude décrit tout à l'heure et le jobber s'opposerait à l'admission à la cote.

la souscription (*dealings before allotment*), pour faire le marché (*making markets*), ne sont pas autorisées car elles tendent à créer une prime artificielle dans le but d'attirer le souscripteur ; en fait elles sont courantes. Elles ont beaucoup plus d'importance qu'à Paris puisque, nous l'avons vu, le placement d'une émission en France ne se fait plus guère par la bourse ; il n'est donc pas besoin de « faire son marché ».

Admission à la cote officielle. — Une valeur, une fois admise au bénéfice de la liquidation spéciale, peut être traitée à la bourse de Londres, mais elle n'est pas forcément inscrite à la cote officielle. Le fait pour une valeur de figurer à la cote officielle (*official List*) est un privilège que le comité pourra toujours refuser, tandis que l'admission à la cote est — nous l'avons vu — nécessaire afin que les *underwriters*, les souscripteurs et le public puissent conclure leurs transactions en bourse.

Nous nous bornerons à indiquer les conditions prescrites par le règlement du Stock Exchange pour qu'un titre puisse être inscrit dans l'« *official list* ».

A) *Emprunt*. — Il faut :

1° Qu'il ait donné lieu à des négociations publiques, c'est-à-dire que le titre ne soit pas resté entièrement entre les mains de l'émetteur qui béné-

ficierait ainsi seul de l'avantage de l'inscription. En principe, la preuve qu'il y a eu circulation du prospectus suffit (1).

2° Que le libellé des obligations soit soumis au comité qui vérifie toujours très soigneusement s'il est conforme à celui des certificats provisoires et s'il stipule bien toutes les conditions de l'emprunt (2).

B) *Titres d'une société.* — L'article 136 du règlement exige :

1° Que la société ait une certaine importance. Son capital doit être d'au moins £ 50.000.

2° Que le secrétaire du département de l'émission (Secretary of the share & loan Department) ait reçu :

Le prospectus ;

Le certificat d'incorporation (3) ou ce qui en tient lieu ;

1. Mais le comité du Stock Exchange est assez sévère à ce sujet ; il s'entoure des renseignements nécessaires pour s'assurer que l'admission à la cote officielle mérite d'être accordée.

2. Le comité se réserve ainsi le pouvoir de réclamer par la suite, au cas où ces conditions ne seraient pas remplies. Il est déjà intervenu parce que des Gouvernements étrangers percevaient indûment des impôts dont les coupons avaient été déclarés affranchis.

3. Délivré par le Bureau d'Enregistrement des sociétés par actions (Registrar of Joint Stock Cies).

Les statuts de la société et, éventuellement (1), le Trust Deed ;

La liste des souscriptions et des répartitions ;

Un exemplaire de la lettre de répartition (allotment) ;

Un spécimen du certificat (d'action) ou de l'obligation ;

Les copies des contrats provisoires faits par la société ;

Une déclaration du président et du secrétaire de la société établissant l'état de la souscription et le montant des versements effectués ;

Une déclaration des mêmes personnes faisant foi que les titres sont prêts à être délivrés, que les propriétés achetées ont été payées ;

Le compte de la société chez ses banquiers ;

Une déclaration de ces banquiers établissant le montant des dépôts reçus ;

Un certificat officiel établissant, au cas où des actions ont été remises par la société en paiement d'achats effectués, que les prescriptions de la loi anglaise de 1867 ont été suivies (2) et l'indication de la date de la répartition de ces actions.

3° Que le prospectus ait circulé dans le public (3) ;

1. S'il s'agit d'obligations. — Le Trust Deed est l'acte qui établit les sûretés attachées aux obligations.

2. Certificat délivré par le Registrar of Joint Stock Cies.

3. Voir précédemment.

contienne les statuts de la société, s'il s'agit d'une société à responsabilité limitée ;

4° que l'émission, s'il s'agit d'actions, porte sur la moitié, au moins, du capital autorisé ; que le versement exigé à la répartition soit au moins de 10 % de la somme émise (1).

5° Que le prospectus indique les avantages accordés, en espèces ou autrement, aux concessionnaires, apporteurs ou contractants — le nombre des titres réservés pour être répartis plus tard — éventuellement les garanties et les conditions de remboursement des obligations.

6° Que les deux tiers de l'émission, au moins, aient été souscrits et répartis (sans faire entrer dans ce total les titres répartis en paiement d'apports) (1).

7° Qu'il y ait dans les statuts l'interdiction pour les administrateurs d'employer les fonds de la société à acheter ses actions.

8° Qu'un membre du Stock Exchange soit désigné à l'effet de fournir au comité tous les renseignements dont ce dernier pourrait avoir besoin.

Les actions données en paiement d'acquisitions, qui correspondent, en somme, à nos actions d'apport, peuvent être inscrites à la cote officielle seulement six mois après les actions souscrites par le public.

1. Nous revenons plus loin sur l'importance de ces clauses.

Ces règlements du Stock Exchange sont intéressants, en ce sens qu'ils complètent la législation anglaise sur les sociétés qui est assez libérale. Ce sont eux qui exigent que la moitié du capital soit souscrit, que les actions d'apport ne représentent pas plus d'un tiers du capital et que le versement sur le nominal des actions soit d'au moins 10 %. Enfin ce sont eux qui étendent l'obligation du prospectus anglais, lors de l'introduction au marché officiel aux valeurs étrangères.

Par un examen attentif des conditions d'admission que nous venons d'indiquer, l'on peut se rendre compte que seules des sociétés sérieuses parviendront à obtenir la cote officielle. C'est là une garantie appréciable car, bien qu'il ne soit nullement indispensable d'obtenir la cote officielle, les capitalistes prudents préféreront en général y voir figurer leurs valeurs, dont le marché est alors plus régulier, plus large et plus suivi. La grande majorité des bons titres du marché y sont inscrits. Font exception la plupart des actions de sociétés de mines, de caoutchouc, de pétrole, etc..., les affaires à très petit capital et beaucoup d'obligations et de fonds d'états spéciaux dont le marché est plutôt à l'étranger.

II. — PUBLICITÉ (1).

Prospectus. — Lorsqu'une nouvelle société par actions se forme qui n'est pas la transformation pure et simple d'une société en nom collectif, (partnership) son premier objet est de trouver l'argent de son capital; à cet effet, les fondateurs, après avoir ou non constitué un cercle d'underwriters, offrent les actions en souscription publique; mais ils ne peuvent le faire, d'après la loi anglaise, qu'avoir publié un prospectus (Act de 1900 et 1908).

Cette obligation est venue corriger d'une manière heureuse ce qu'il y avait d'un peu libéral dans le régime et surtout dans la constitution des sociétés anglaises. La législation anglaise, après être restée longtemps hostile comme la nôtre au principe de la société par actions à responsabilité limitée, céda aux revendications du commerce et de l'industrie, et autorisa par la loi de 1856 la constitution de sociétés dans des conditions particulièrement simples :

Sept associés au moins signent le Memorandum of Association qui est la partie la plus importante

1. Cf. Thaller. *Droit commercial*; — Gore Browne & Jordan, *op. cit.*; — les différents rapports Chastenet à la commission de la Chambre. — Seigniz. *Étude sur le prospectus anglais*, Thèse Paris, 1908.

des statuts et doit contenir l'indication du nom, du siège social et de l'objet de la société, le montant et la division du capital social (1) ; ce Memorandum est enregistré au Registrar des Joint Stock Companies dans le bureau de Somerset House à Londres et la société est formée.

Dans ses lignes principales, la loi de 1856 a subsisté jusqu'à nos jours. A côté du « Memorandum of Association » qui établit les statuts fondamentaux de la société, les « Articles of Association » le complètent, en indiquant les conditions de la souscription, du transfert des actions, des assemblées générales, la nomination et les pouvoirs des administrateurs, la répartition des bénéfices, les modifications autorisées du capital (2). Ces détails sont fixés d'une manière presque semblable pour la plupart des sociétés. L'act de 1900, et, après lui, celui de 1908, pour faciliter le travail des fondateurs et sans doute aussi pour essayer d'instituer un type général de société par actions,

1. Certaines sociétés, en Angleterre, sont des « Companies limited by guarantee ». Chaque membre, au lieu de verser une partie du capital, garantit une somme qu'il paiera en cas de liquidation. Pour ces sociétés le Memorandum of Association indique non pas le montant du capital à souscrire mais le montant du capital à garantir.

2. En somme c'est l'ensemble du Memorandum et des articles qui correspond à nos statuts.

ont établi un tableau (table A) que l'on trouve à la fin de la loi et dont les 114 paragraphes constituent d'excellents Articles of Association. Ainsi toute société peut s'éviter de la peine et des risques en déclarant prendre pour « Articles » la Table A du Companies Consolidation Act. Il lui faudra seulement ajouter les noms des premiers administrateurs, le montant autorisé de l'underwriting (1) et la souscription minimum (2) nécessaire pour que la société puisse commencer ses opérations.

Il est certain que la loi de 1856 rendit très facile la constitution des sociétés à responsabilité limitée. Après quelques années de tâtonnement, après surtout la loi de 1862 qui étendit aux affaires de banque la nouvelle forme d'association le « Registrar » fonctionna sans arrêter. En 1864 il fut créé 914 sociétés, au capital de £ 232 millions (3). Le

1. Nous avons vu, en effet (chap. II) que les administrateurs ne peuvent payer de commission d'underwriting que si les statuts en donnent l'autorisation et indiquent le montant maximum de la commission.

2. Le minimum indiqué peut être aussi faible que l'on veut. Mais, faute de stipulation dans les articles, le capital devrait être souscrit intégralement pour que la société puisse commencer ses opérations. Nous avons indiqué plus haut les exigences spéciales pour l'introduction à la cote officielle de Londres.

3. Le chiffre moyen du capital de chaque société était donc très élevé.

nombre des nouvelles sociétés augmenta tous les ans sans que la somme de leurs capitaux ait jamais pu sensiblement dépasser ce chiffre à vrai dire formidable. Ce sont les petites et moyennes « partnerships » qui, de plus en plus, se transforment en sociétés par actions.

Nous sommes restés bien loin en arrière dans cette voie. En France la Société en nom collectif est encore très en faveur. Elle répond bien aux besoins et à la mentalité d'une grande partie du commerce et de l'industrie. Mais surtout les formalités que notre loi de 1867 exige pour la constitution d'une société par actions en font un peu un objet de luxe.

La création de ces innombrables sociétés nouvelles n'alla pas en Grande-Bretagne sans catastrophes ; plusieurs d'entre elles, malhonnêtes ou sans envergure, sombrèrent. Il fallut bientôt se préoccuper de fixer les responsabilités en cas de désastre financier.

L'idée du prospectus obligatoire apparut en 1867 ; l'on exigeait seulement l'indication des noms des administrateurs et fondateurs et de la date des contrats provisoires passés par la société ; mais il

1. Voir plus haut p. 53. Les statistiques du Stock Exchange Official Intelligence indiquent le nombre des sociétés constituées chaque année depuis 1862.

n'y avait ni réglementation plus précise ni sanctions.

C'est surtout depuis une vingtaine d'années (exactement à partir de 1893) (1) que les idées interventionnistes gagnèrent du terrain. Il paraissait de plus en plus nécessaire de donner au public, en même temps que les titres à souscrire, les renseignements généraux qui engagent la responsabilité de ceux par les soins desquels la société est constituée et le prospectus publié. La réforme fut accomplie par l'act de 1900 et complétée par celui de 1907. La législation actuellement en vigueur (companies act 1908) se résume ainsi :

I) Une société ne peut offrir ses titres en souscription publique sans publier un prospectus (sect. 82).

Qu'est-ce que la loi entend par souscription publique ? C'est là une question de fait. Évidemment la simple répartition des titres entre quelques personnes touchant de très près la société ne peut être considérée comme une souscription publique.

Contenu du prospectus. — II) Le prospectus doit contenir (sect. 81) :

- 1) Le memorandum of Association.
- 2) Éventuellement le nombre et les droits des

1. C'est en 1893 que la commission du Parlement commença ses travaux sur la question du prospectus.

parts de fondateur (1) et des actions « deferred ».

3) La rétribution des administrateurs.

4) Les noms et adresses des administrateurs nommés ou proposés.

5) Le minimum statutaire que doit atteindre la souscription publique pour que les émetteurs puissent procéder à une répartition ; le montant du premier versement — éventuellement les indications analogues relatives aux émissions de tranches précédentes faites depuis moins de deux ans.

6) Le nombre d'actions ou d'obligations émises par la société depuis moins de deux ans, autrement que contre espèces.

7) Les noms et adresses des vendeurs de toute propriété dont l'achat doit être effectué au moyen des fonds fournis par la souscription ou plus généralement n'est pas encore réglé au moment de cette souscription — la somme payable aux vendeurs soit en espèces soit en titres.

8) Eventuellement l'indication spéciale de ce qui est payé pour le « goodwill » (2).

1. Les parts de fondateur (founder's shares) ne sont pas très usitées chez les Anglais qui leur reprochent de gêner les transformations financières de la société et la création de réserves. Dans la cote officielle un astérisque signale les sociétés qui ont des parts de fondateur.

2. Terme général qui, dans une de ses applications, peut être rendu par notre mot « fonds de commerce ». Le good-

9) Eventuellement la somme payée dans les deux années précédentes ou payable en tant que commission d'underwriting pour le placement des titres, actions ou obligations (1).

10) L'estimation des premières dépenses (publicité, impression, enregistrement).

11) La somme versée dans les deux années précédentes ou à verser aux promoteurs, et les justifications à l'appui.

12) L'indication de la date et des signataires de tout « material contrat » c'est-à-dire de tout contrat dont la connaissance peut intéresser un souscripteur. Le prospectus signalera en outre l'endroit où il est loisible d'examiner ce contrat, (s'il a moins de deux ans d'existence et si sa divulgation n'offre pas d'inconvénients pour la bonne marche des affaires de la société.)

13) Les noms et adresses des auditors (commissaires des comptes) (2).

will est, dans une affaire, ce qui n'est pas représenté par des choses tangibles, c'est-à-dire la clientèle, les relations, etc... Etant donné le caractère un peu vague de cet actif, la loi anglaise veut sagement que le prospectus spécifie ce que son acquisition coûte à la société.

1. Nous avons vu que cette publicité obligatoire de l'underwritring a contribué à en diminuer l'efficacité.

2. L'auditor anglais a une responsabilité et des pouvoirs plus grands que notre commissaire des comptes. Ainsi il peut inspecter les livres de la société, à tout moment de l'exercice.

14) Les intérêts particuliers que tout administrateur peut avoir dans la constitution de la société ou dans l'achat des propriétés, soit que ces avantages lui soient personnels, soit qu'on les stipule au profit d'une entreprise dans laquelle il est intéressé.

15) Les droits respectifs des diverses catégories d'actions dans les votes aux assemblées.

Lorsque la souscription publique a lieu plus de deux ans après la constitution de la société, il n'est pas besoin de publier les clauses mentionnées aux paragraphes 1, 3, 4, 10, 14, (1).

Quand il y a lieu de donner les indications exigées par le paragraphe 7, relatives aux acquisitions de la société, le prospectus mentionnera toutes les ventes successives d'une même propriété si le prix d'achat doit être réglé au moyen des fonds de la souscription. Sinon, il serait bien facile de faire pour les besoins de la cause un dernier contrat de vente fictif portant sur un prix beaucoup plus élevé que celui qui a été reçu par le premier vendeur et cachant, par conséquent, une majoration au profit des émetteurs.

Les ventes réglées avant l'émission ne figure-

1. La publication du prospectus a souvent lieu dans les journaux ; en ce cas il n'y a pas lieu d'insérer le Memorandum of Association.

ront pas dans les énonciations légales de la clause 7 mais les souscripteurs auront le moyen de les contrôler grâce à l'indication, prescrite par l'article 12, de tout « material contrat ».

Le paragraphe 14 est extrêmement important ; il est très général et porte sur toute somme reçue, soit en actions, soit autrement.

L'article 82 de l'acte de 1908 complète l'organisation de la publicité : nous avons vu que, lorsqu'il n'y a pas à proprement parler de souscription publique, le prospectus n'est pas nécessaire. D'une manière tout à fait générale, l'article 82 stipule qu'une société, sauf exception pour les « private companies », ne peut procéder à la répartition de ses titres sans avoir publié un « statement in lieu of prospectus » (déclaration à la place du prospectus). Cette déclaration dont le libellé légal figure à l'annexe B de l'act de 1908 est, à l'indication du memorandum près, l'équivalent du prospectus.

Les sociétés, dénommées sociétés privées (private companies) sont celles (section 121) dont les statuts limitent le nombre des participants à cinquante, restreignent le droit de transférer les actions et interdisent toute offre de titres au public. Ces sociétés sont dispensées du « statement in lieu of prospectus », c'est-à-dire de toute publicité.

Registrar of Joint Stock Companies. — En ren-

dant le prospectus obligatoire et en fixant les termes de son contenu, la législation anglaise a voulu donner au public le moyen de se renseigner. Elle est allée au bout de la réforme en exigeant que les documents relatifs aux sociétés fussent déposés dans un office central, le « Registrar of Joint Stock Companies » dont nous avons déjà fait mention en traitant du prospectus (1). Là, le public pourra toujours, moyennant un paiement maximum de un shilling, consulter au dossier de chaque société : le ou les prospectus, le memorandum of Association et une déclaration qui doit être remise tous les ans au moment de l'assemblée générale, et indiquer (article 26) : le bilan de la société ; les noms, adresses et professions des actionnaires ; le nombre de leurs actions et s'ils les ont acquises contre espèces ou contre apport ; enfin un bordereau portant les énonciations suivantes (nous ne citons que les plus importantes) :

1° Le capital-action de la société.

2° Le nombre des actions émises.

3° Le versement effectué sur chaque action.

1. Il y a un Registrar à Londres pour l'Angleterre, à Edimbourg pour l'Ecosse, à Dublin pour l'Irlande. Le Board of Trade est chargé de surveillance générale. Il semble que, si nous voulions nous inspirer de cet exemple, une organisation moins centralisée serait préférable.

4° Le versement effectué sur le capital et le montant des appels restés en suspens.

5° Eventuellement le total des commissions payées depuis le dernier inventaire pour le placement d'actions et d'obligations.

6° Les noms et adresses des personnes qui occupent le poste d'administrateur.

7° La situation des dettes contractées par la société contre hypothèques ou autres sûretés engageant son actif.

Au siège de la société, le public peut toujours consulter les livres où sont tenus les états nominatifs et détaillés de la répartition du capital parmi les différents actionnaires ; mais la publicité du « registrar » est particulièrement heureuse. Les documents sont facilement accessibles et chaque jour une foule d'intéressés viennent à Somerset House les consulter ; il n'y a aucune comparaison à établir avec les moyens d'investigation que les greffes de nos tribunaux offrent au public.

Le « registrar » est tenu à jour très régulièrement ; des amendes sévères, à tant par jour de délai, sont infligées aux délinquants et aux retardataires.

Sanctions prévues par la loi anglaise. — La législation anglaise établit des responsabilités sévères pour le cas où ses prescriptions quant au

prospectus ne seraient pas suivies. A ce point de vue l'act de 1908 est plus complet que le précédent. L'article 84 de cette loi met en cause, dans les conditions que nous allons indiquer, la responsabilité civile des administrateurs de la société ; auparavant, l'actionnaire qui avait été induit en erreur pouvait agir contre eux en vertu d'une loi spéciale, le Director's Liability Act voté en 1890 (1) mais dont les dispositions ne s'accordaient plus avec la législation actuelle. Bien qu'il y ait lieu souvent à des questions d'appréciation, et que la jurisprudence elle-même ne soit pas toujours très ferme dans ses décisions, nous pouvons résumer les droits des intéressés de la façon suivante : (2)

A. — *Droits des actionnaires contre la Société*

Lorsqu'un actionnaire peut établir qu'il y a, dans le prospectus émis par la société, une erreur matérielle qui l'a induit à souscrire, il peut, dans

1. Cf. Chassériau, *op. cit.*, p. 91. Avant cette loi les administrateurs ne pouvaient être poursuivis que s'il y avait fraude. Elle fut votée après un procès célèbre intenté contre le conseil d'une société de Tramways, Plymouth Devonport & District Cy qui avait publié un prospectus inexact ; le procès fut perdu devant le tribunal des Lords par suite de l'insuffisance de la législation de cette époque.

2. Cf. Cies Act 1908.

un délai raisonnable, actionner la société et se faire restituer l'argent de sa souscription avec les intérêts à 4 % courus depuis le versement. Le cas se produit fréquemment et la jurisprudence sur ce sujet est abondante (1).

Un ensemble d'énonciations plus ou moins exactes créant dans l'esprit du lecteur une impression fausse peut servir de base sérieuse à la réclamation. Un fait nouveau qui se produit avant la répartition de la souscription et qui altère l'exactitude du prospectus (par exemple la démission soudaine d'un administrateur) peut aussi causer la rescision du contrat entre la société et l'actionnaire. Celui-ci dans tous les cas perd le droit d'attaquer la validité de sa souscription si l'on peut prouver contre lui qu'après avoir connu son erreur, il s'est encore considéré pendant quelque temps comme actionnaire de la société ; en allant aux assemblées, en touchant son dividende, en mettant ses titres en négociation ou de toute autre façon.

L'actionnaire doit agir « dans un délai raisonnable » ; c'est là une question de fait, et les tribunaux estiment qu'il est du bon intérêt général que la réclamation soit faite sitôt l'erreur reconnue ;

1. Cf. Gore Browne & Jordan, arrêts cités en note p. 124-125, avec les références.

plus elle sera faite rapidement, moins elle risquera de léser des droits acquis.

Lorsque l'omission, dans le prospectus, de l'une des prescriptions légales peut avoir induit un actionnaire à souscrire elle équivaut à une erreur matérielle et sert de base à l'action en répétition.

B.—Droits des actionnaires contre les administrateurs et toute autre personne ayant publié un prospectus faux.

S'il y a eu erreur dans le prospectus, l'actionnaire, suivant les termes de l'article 84, a parallèlement à son recours contre la société, la faculté d'intenter une action en dommages et intérêts contre les administrateurs nommés dans le prospectus, contre tout promoteur de la société, enfin contre toute personne qui a autorisé l'émission du prospectus (1).

Souvent la société sera au-dessous de ses affaires avant que l'actionnaire ne se soit aperçu de son erreur ; ce dernier, au lieu de s'adresser à une faillite insolvable, se retournera contre un des signataires du prospectus qui pourra être solvable

1. Le banquier émetteur peut être mis en cause. C'est une question de fait. Il faut qu'il ait eu une part active dans l'émission ; le fait de prêter ses guichets ne l'engage pas toujours.

et même fortuné (1). Il n'a pas besoin d'établir la fraude, il faut seulement, comme dans le cas précédent, qu'il y ait eu une erreur à laquelle ait participé la personne contre laquelle le procès est intenté ; que cette erreur soit matérielle ; qu'elle ait été la cause de la souscription ou de l'achat des titres (2). Il faut en outre que le plaignant ait souffert un dommage du fait de l'acquisition des titres, autrement une action en dommages et intérêts ne saurait se concevoir.

Pour juger si une erreur de prospectus a été ou non la cause de la décision de l'actionnaire dans l'acquisition de ses titres, le tribunal s'appuie, dans la plupart des cas, sur des présomptions et sur les explications du plaignant ; celui-ci est appelé à montrer pourquoi il a été amené à souscrire. Le fait que le prospectus est trop enthousiaste et vante la valeur en termes exagérés ne suffit pas à justifier une action. Du moment qu'il n'y a pas inexac-

1. Bien entendu il y a substitution de droits, véritable subrogation légale, en faveur de la personne qui dédommage l'actionnaire plaignant. Toute personne condamnée peut, suivant le droit général, faire supporter aux gens coupables avec lui leur part dans les dommages et intérêts payés.

2. En général de la souscription seulement, car le prospectus n'est pas fait pour autre chose. Néanmoins un acheteur de titres pourra prouver qu'il s'est décidé d'après la lecture du prospectus et engager ainsi la responsabilité des émetteurs,

titude de fait, la Cour n'incriminera pas les auteurs du prospectus.

Bien entendu il ne s'agit pas ici, comme dans le cas où la société elle-même est poursuivie, d'annuler la souscription de l'actionnaire qui réclame. Il y a lieu seulement à la compensation du dommage dont l'importance est mesurée par la différence entre la valeur des titres au moment de leur acquisition et celle des mêmes titres au moment du jugement.

L'administrateur, le promoteur ou le signataire du prospectus poursuivi peut échapper à la responsabilité qui le menace en prouvant : qu'il avait donné sa démission d'administrateur avant l'émission du prospectus et sans qu'il l'ait autorisée ; ou bien que le prospectus avait été publié sans son consentement, ou même sans qu'il en eût connaissance — pourvu qu'il ait eu soin de dégager sa responsabilité par une protestation publique aussitôt qu'il a été informé ; ou bien enfin, il peut se dégager s'il montre qu'étant venu à connaître les inexactitudes dans l'énoncé du prospectus avant la clôture de la souscription, il a retiré son consentement en rendant suffisamment publiques les raisons de son refus.

Les administrateurs, promoteurs ou signataires sont également déchargés de toute responsabilité pour certaines erreurs telles que :

a) Les inexactitudes contenues dans des rapports d'ingénieurs ou d'experts, si les intéressés croyaient de bonne foi les rapports exacts et si les experts étaient choisis d'une manière sérieuse.

b) Les inexactitudes contenues dans les déclarations d'une personne officielle ou dans la copie d'un document public officiel, si les intéressés croyaient la déclaration ou la copie exacte.

c) D'une manière plus générale, les erreurs quelconques qu'ils ne pouvaient raisonnablement soupçonner (1). La preuve, non seulement de leur bonne foi, mais encore des raisons valables qu'ils avaient de croire le prospectus exact, est à la charge des incriminés.

C. — *Droits de la société contre les promoteurs et les vendeurs.*

Nous n'insistons pas beaucoup sur ce côté de la question qui n'intéresse pas directement le public et qui n'a donc pas, comme les précédents, un rapport immédiat avec l'émission des valeurs mobilières.

1. C'est là une sérieuse atténuation de la responsabilité des administrateurs. Il ne faut pas qu'une législation trop rigoureuse agisse comme un épouvantail et écarte les personnes les plus qualifiées des fonctions d'administrateur. Le but de la loi ne serait pas atteint.

Les droits de la société sont analogues à ceux de l'actionnaire. Elle peut demander réparation aux promoteurs ou aux vendeurs qui ont fait des rapports faux. En cas de vente, si les choses sont encore en état, l'achat peut être annulé, qu'il y ait eu fraude ou non.

Si la vente est exécutée il faut, pour l'annuler, qu'il y ait fraude de la part du promoteur ou vendeur. Dans les deux cas, s'il y a fraude, la société aura le droit d'intenter une action en dommages et intérêts.

La responsabilité du promoteur est engagée d'une façon plus directe et plus précise que celle du vendeur, personne étrangère à la société. Nous avons vu précédemment, rappelons-le à cette occasion, que la responsabilité du promoteur donnait lieu, au profit des actionnaires, à une action civile. Le « promoter » de la loi anglaise est un terme très général qui désigne toute personne ayant participé pour son compte, soit à la formation de la société, soit à la rédaction du prospectus.

Responsabilité du promoteur. — La jurisprudence anglaise a donc très nettement dégagé la responsabilité du « promoter » ; elle considère qu'il est en quelque sorte un « trustee » (1). Les tribu-

1. Le trustee dans le droit anglais est une personne qui a la charge d'intérêts d'autrui — de pupilles, ou d'incapables ou

naux, pour apprécier si une personne est promoteur, rechercheront si elle a joué un rôle dans la constitution de la société. Il suffit qu'il y ait eu de sa part intervention personnelle et directe avec pour but de mettre la société sur pied. Son rôle n'a pas besoin d'être apparent. L'individu qui, sans mettre son nom en avant, aura procuré des souscriptions et aidé ainsi à constituer une société pour lui vendre une propriété, sera considéré non comme vendeur, mais comme promoteur. La distinction a son importance puisqu'il faudra alors, dans le système de la jurisprudence, que le prospectus énonce non pas seulement le contrat de vente, mais encore le bénéfice réalisé par le « promoter ».

Par contre si le vendeur n'a nullement aidé à mettre la société sur pied et s'est contenté de vendre sa propriété aux fondateurs, il n'y a pas lieu de le considérer comme un promoteur et l'indication du contrat de vente suffira.

On saisit bien le caractère spécial du « promoter » et l'intérêt qu'il y a de le démasquer. D'ailleurs les exigences de la loi anglaise se bornent à l'indication dans le prospectus de tous les avan-

de mandants. Le promoteur, dans le système de la jurisprudence anglaise, doit donc un compte exact de ses opérations aussi bien à la société qu'aux actionnaires — en tant qu'ayant la charge de leurs intérêts.

tages qu'il retire de la formation de la société. Une fois ces énonciations correctement faites, la responsabilité du « promoter » est couverte. Même réduit à cette simple obligation de publicité, le système anglais a le double avantage de modérer les prétentions des fondateurs d'affaires et de donner une base d'action efficace contre les gens qui, sans ces sages précautions, parviendraient par des manœuvres cachées à retirer des avantages de la constitution d'une société tout en ne paraissant pas en nom.

Ne pourrait-on, dans le droit français, arriver au même résultat par l'application de l'article 1372 sur la gestion d'affaires? Il ne semble pas que les tribunaux aient jamais recherché à étendre le caractère de fondateur en dehors des gens qui ont concouru directement à la formation de la société ou aidé au placement de ses titres (1).

Comparaison avec la publicité en France. — Nous aurions peut-être quelque profit à nous inspirer, sur certains points, de la législation anglaise pour organiser la publicité des sociétés par actions. Il semble que dans la publicité que nous venons de décrire, il y ait trois points à retenir :

1. Sur la définition du fondateur, cf. Chassériau, *op. cit.* ; quelques-uns des derniers projets de loi sur les sociétés essaient de trouver une formule très générale.

Le Registrar of Joint Stock Companies ;

Le prospectus obligatoire avant toute répartition des titres au public ;

Le recours direct des actionnaires contre les administrateurs et promoteurs aboutissant à des réparations civiles du dommage causé.

Il n'y a pas en France de lieu central où il soit possible de consulter ce que nous pourrions appeler l'état civil d'une société. Ce bureau serait surtout utile pour renseigner le public au sujet des sociétés étrangères dont les titres circulent en France. A ce dernier point de vue, l'Association nationale des porteurs de valeurs étrangères dont les bureaux sont à Paris et dont l'organisation est active, paraîtrait spécialement bien désignée (1).

La question du prospectus est plus complexe. La loi française de 1867 a posé des règles qu'elle a cru susceptibles de protéger l'épargne d'une manière efficace lors de la constitution des sociétés — minimum élevé du nominal des actions, quart versé, déclaration notariée, vérification des apports en assemblée spéciale. Mais, quant à la publicité, elle

1. Depuis que nous avons écrit ces lignes la réforme est amorcée ; l'Association des porteurs de valeurs étrangères est devenue l'*Office national* (juin 1913) et s'organise en dépôt central des documents concernant les sociétés.

s'est contentée d'exiger deux formalités : d'une part le dépôt des statuts et de la liste des souscripteurs, ainsi que la copie des délibérations des assemblées constitutives, aux greffes du tribunal de commerce et de la Justice de paix, d'autre part l'insertion d'un extrait de ces actes dans un journal d'annonces légales. Ces deux moyens de publicité sont insuffisants. Les greffes sont peu accessibles, les journaux d'annonces légales trop nombreux et peu lus.

La vérification des apports correspond aux prescriptions des paragraphes 7 et 11 de prospectus anglais. Mais l'idée du promoteur est très mal dégagée dans notre jurisprudence ; de plus le paragraphe 12 n'a pas son équivalent dans la réglementation de notre publicité et enfin celle-ci n'a pas prévu, comme l'article 7 du prospectus anglais, l'indication des vendeurs successifs. Il y a par conséquent une grande différence entre les renseignements fournis par la publicité française et ceux que donne le prospectus anglais.

Il est d'ailleurs difficile de ne pas préférer les énonciations si nettes d'un prospectus aux déclarations d'une assemblée où peu d'actionnaires, en dehors des fondateurs, sont à même de suivre la discussion. Enfin, et c'est là que l'imperfection de notre législation en cette matière est la plus saillante, quel est le recours de l'actionnaire en cas

d'inexactitude ? Une action en nullité contre la société. Voilà un bien gros procès pour un seul actionnaire et qui, pour peu que la société soit assez importante, entraînera des frais élevés et des droits fiscaux formidables (1).

Prospectus de 1907. — Le prospectus existe chez nous ; il est apparu dans notre législation avec la loi du 30 janvier 1907. Cette loi exige la publication, huit jours au moins avant la mise en vente à la bourse ou l'offre publique des titres d'une société française ou étrangère, des renseignements suivants :

La dénomination de la société.

L'indication de son siège social, de son objet, de sa durée, du montant du capital social.

Le dernier bilan certifié pour copie conforme.

Le montant des obligations.

Les avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs.

Les apports en nature et leur mode de rémunération.

Ces énonciations doivent être signées par l'émetteur.

Les sanctions que la loi établit contre les infractions à ses termes sont mal définies (2). Il ne sem-

1. Voir sur la question Thaller, *Droit Commercial*.

2. Comparer les sanctions et le prospectus anglais.

ble pas qu'il puisse y avoir de recours civil contre les personnes responsables des énonciations inexactes. Bien plus il ne semble pas qu'il y ait jamais lieu à un recours contre d'autres personnes que l'émetteur même. Or ce dernier peut être un homme de paille et parfaitement insolvable.

D'un autre côté la lecture du *Journal officiel* n'est pas suffisamment générale, surtout dans le monde de la petite épargne, pour qu'il soit possible de considérer cette publicité comme équivalant à l'émission d'un véritable prospectus, répandu parmi les gens susceptibles d'acheter des titres, reproduit en outre dans tous les journaux financiers.

En vérité, pour apprécier l'utilité du prospectus de la loi de 1907, il faut considérer surtout l'émission en France des titres de sociétés étrangères. Avant la loi ceux-ci circulaient librement chez nous pourvu que les formalités fiscales eussent été remplies. Il n'y avait pas de règlements pour gêner leur constitution si la législation de leur pays d'origine n'en avait pas établi. Il n'y avait pas non plus de publicité légale sauf les cas où le titre était introduit en bourse (1).

1. Alors, en effet, il y a le contrôle de la chambre syndicale des agents de change ou du marché en banque. Mais l'émission directe, par la vente au public, n'était pas réglementée.

En Angleterre cette lacune existe encore ; une valeur étrangère peut être mise en vente, en dehors du Stock Exchange, sans qu'il y ait ni inscription au Registrar, ni prospectus. Mais en fait et grâce à une heureuse circonstance, les Anglais sont assez bien protégés contre le danger d'une invasion des mauvais titres étrangers : la plupart de ces derniers sont au porteur, c'est-à-dire peu accessibles au public anglais (1). En somme les seules sociétés d'origine étrangère dont les titres circulent facilement en Grande-Bretagne sont constituées soit aux États-Unis, soit dans les Colonies ; nous avons même vu qu'il était fréquent qu'une société ait son siège au Canada ou au Transvaal et toutes ses affaires à Londres. C'est un moyen habile de tourner les prescriptions de la loi anglaise. Mais les colonies, peu à peu, modèlent leur législation sur celle de la métropole.

1. En outre les titres étrangers, lorsqu'ils sont placés chez nous le sont le plus souvent directement par des agences d'affaires ou des établissements de dernier ordre. En Angleterre cette forme de placement, nous l'avons vu, n'existe guère.

La fraude peut néanmoins exister ; au lieu d'être pris par un syndicat véreux le papier le sera par un cercle d'underwriters, de mauvaise foi ou sincères, qui tenteront de l'écouler. Le plus souvent, dans ce cas, l'émetteur fera un prospectus faux et disparaîtra le plus rapidement possible en laissant aux underwriters presque tous les titres.

En France, tout au contraire, la petite épargne a besoin d'être protégée contre la vente de titres étrangers dont il lui est impossible de contrôler l'état civil. Le prospectus de 1907 à ce point de vue rend de grands services ; grâce à lui le souscripteur, en se référant à l'annexe du *Journal officiel* trouvera les indications générales les plus essentielles.

Pour compléter cette publicité il faudrait :

a) Exiger le dépôt du prospectus avec toutes ses mentions dans un bureau, où tous les renseignements seraient centralisés, peut-être l'association nationale des porteurs de valeurs étrangères (1).

b) Exiger que chaque année il soit déposé dans ces bureaux le bilan de la société, les changements des administrateurs, etc. Les intéressés auraient ainsi la faculté de se renseigner sur la marche des affaires sociales.

c) Veiller à ce que l'émetteur qui signe le prospectus ne soit pas un simple homme de paille défiant toute poursuite et tout recours pécuniaire.

Projets de Réforme. — Quant à l'émission des titres de sociétés françaises il n'y a aucune bonne raison pour ne pas déclarer le prospectus obliga-

1. Nous référons le lecteur à la note précédente sur l'*Office National des valeurs mobilières*.

toire au moment de la souscription. Un projet de loi, déposé par le gouvernement et accepté par la commission de la chambre depuis plusieurs années propose d'insérer les indications principales dans le bulletin même de souscription. C'est une excellente solution. Au début le public lira à peine les indications qui lui seront fournies mais son éducation se fera peu à peu (1).

Le projet de la commission (2) contient encore, et l'innovation paraît heureuse, une définition assez large et suffisamment nette du fondateur. Notons, toutefois, que la législation anglaise n'a jamais voulu donner une définition du « promoter » parce qu'il est toujours possible d'éluder les termes mêmes de la loi. Elles préfère laisser aux tribunaux le soin de trancher la question de fait.

Enfin, et c'est là une réforme fort intéressante, proposée depuis longtemps par d'éminents juriconsultes, en particulier par M. Thaller, le prospectus donnerait sur la situation de la société, un avis motivé d'experts. Ces experts seront désignés par le président du tribunal de commerce, à la

1. Nous partageons entièrement l'avis des personnes qui affirment que les moyens de publicité sont peu de choses et qu'il faut faire surtout l'éducation du public. C'est bien à ce dernier point de vue que le prospectus peut être de quelque utilité.

2. Voir Léouzon Leduc. *La Réforme des Sociétés par actions*.

requête des fondateurs ou des premiers administrateurs. C'est une réforme hardie qui pourrait avoir d'excellents résultats. Il y aurait lieu seulement, nous semble-t-il, de donner à l'avis de ces experts un caractère très général. Sinon la responsabilité de ces conseillers serait bien lourde (1).

Underwriting et publicité. — Il est difficile de clore ce rapide exposé de la publicité des valeurs mobilières dans les deux pays sans comparer, à ce point de vue spécial, les conséquences des deux systèmes d'émission. Les Anglais se plaignent souvent de l'imprévoyance des underwriters et croient que grâce à elle, les organisateurs de mauvaises sociétés trouvent, dans ce mode d'émission, une aide considérable (2). En effet, disent-ils, les fondateurs se risqueraient moins souvent à offrir au

1. Nous ne croyons pas que ni en Angleterre ni en Allemagne le rôle de ces experts soit aussi général que celui dont il est question en cette hypothèse. En Allemagne ils n'ont à se prononcer que lorsqu'il s'agit d'admettre une valeur à la cote. Tandis que nos chambres syndicales se bornent à constater que les formalités légales ont été remplies, les experts allemands font un rapport portant sur la qualité même du titre.

La plupart des fraudes sont commises par des émetteurs qui se gardent bien de se soumettre au contrôle des marchés officiels.

2. Lire spécialement un article paru sur ce sujet et fort bien fait dans le numéro du *Times* du 5 décembre 1912.

public des titres de société sans valeur si la garantie des underwriters ne les dégageait pas. Ces derniers donnent leur signature sans étudier l'affaire, puis essaient par tous les moyens possibles de se débarrasser de ce papier presque invendable et finalement doivent payer les frais de leur incapacité, non sans avoir placé dans le public une quantité plus ou moins grande de leur mauvaise marchandise.

Il est incontestable qu'il y ait, chaque année, à Londres, comme partout ailleurs, des sociétés dont la création et l'émission des titres sont regrettables. Mais nous ne croyons pas du tout que la responsabilité de cet état de choses puisse être attribuée le moins du monde au système de l'underwriting. Bien plutôt pourrait-on dire que la tolérance des règles de constitution des sociétés, en Grande-Bretagne, en même temps qu'elle facilite considérablement leur développement, fait que le déchet en est plus important.

Les underwriters savent fort bien qu'ils n'auront pour revendre leurs titres que la seule ressource du marché. Ils hésiteront avant d'assumer le risque d'avoir à conserver du papier sans valeur. S'ils agissent par incapacité et sont eux-mêmes victimes de la fraude de l'émetteur, le résultat est certes à déplorer. Mais ils avaient tous les éléments pour se faire une opinion et leur cas est, en somme,

beaucoup moins intéressant que celui d'un souscripteur en dehors des affaires et malhabile à connaître la valeur du titre qui lui est offert.

Dans le système libre de l'underwriting et du placement par la bourse, le danger pour le public réside, croyons-nous, non pas dans les underwriters mais dans le risque d'avoir affaire à des courtiers (brokers) malhonnêtes qui peuvent profiter de leur influence pour duper leurs clients. Mais, dans le système du placement direct par les guichets, ce rôle de mauvais conseillers est tenu par des maisons d'émission peu scrupuleuses. Le public ne distingue pas toujours facilement les bons des mauvais établissements. Il va là où le titre est le plus attrayant. Pour peu que ces organisations disposent de quelques capitaux et soient soutenus par des syndicats assez puissants, ils seront beaucoup plus dangereux pour l'épargne publique que des courtiers véreux isolés (1).

1. D'autant que les syndicats d'émission n'offrent aucune garantie supplémentaire puisque leur personnalité juridique est à peine reconnue. Cf. Chasseriau, *op. cit.*, et Dalloz, Supplément (Sociétés, n° 1225).

Il est certain qu'il y a chaque année en France, pas mal de mauvais papier placé par des gens, dont les agissements tombent sous la loi. Néanmoins des obstacles sérieux gênent le développement des opérations de ce genre. En premier lieu l'éducation du public se fait peu à peu. Ensuite ces titres ne peuvent avoir aucun marché ; aussi les gens de quelque bon

Il ne semble donc pas qu'avec notre système de placement, la publicité doive être moins fortement réglementée qu'en Angleterre. Bien au contraire elle est indispensable pour éclairer le public (1) et lui donner le moyen de faire peu à peu son éducation de capitaliste.

sens refusent-ils bientôt d'en acheter et la plus grande partie reste aux mains des placeurs eux-mêmes ; cette perspective est de nature à les décourager.

1. A la police de la grande fraude sont intéressés les établissements et les maisons sérieuses, qui ont tout avantage à ne pas laisser se développer cette concurrence qui les discrédite. C'est une garantie de fait.

CHAPITRE IV

VALEURS MOBILIÈRES COTÉES A LONDRES

Statistiques des valeurs anglaises. — Il nous paraît nécessaire, au cours d'une étude sur l'émission des valeurs mobilières à Londres, de donner un aperçu général des valeurs qui sont traitées au Stock Exchange. Leur ensemble correspond à une répartition du capital anglais très heureuse pour les intérêts politiques et économiques de la nation.

Le système de l'underwriting n'est pas tout à fait général. Nous avons vu que les émetteurs n'y recourent pas toujours ; nous essaierons, à propos de chacune des catégories de valeurs, de préciser son rôle. Néanmoins il est permis d'affirmer que ce mode d'émission a été, jusqu'à nos jours, le plus répandu. Il ne faut pas s'étonner qu'il ait donné de bons résultats ; dans ce système le banquier émetteur, puisqu'il recourt finalement au placement par la bourse, a tout intérêt à suivre, dans le choix de ses valeurs, le sentiment du public. Celui-ci achètera le plus volon-

tiers les valeurs de son gouvernement, de ses colonies et des pays, comme les états du nouveau continent, où le commerce et l'industrie britanniques peuvent travailler avec profit.

La valeur nominale de l'ensemble des titres figurant le 31 décembre 1912 à la cote officielle de Londres est de 275 milliards de francs (£ 11 milliards). Hâtons-nous de dire que la moitié à peine de cette somme est effectivement dans les portefeuilles anglais ; la plus grande partie des fonds d'États étrangers et des titres américains sont détenus dans leurs pays d'origine. Quoi qu'il en soit ce total imposant est réparti de la façon suivante :

Tableau C (1)

	(£ 000)	(fr. 000.000)
Fonds anglais	1.010.000	25.000
Emprunts de villes anglaises. . . .	190.000	4.750
Emprunts d'établissements publics anglais.	88.000	2.200
Fonds coloniaux	403.000	10.000
Emprunts de villes (Indes et Colonies).	66.000	1.650
Emprunts de villes (Etranger) . . .	66.000	1.650
Fonds d'Etats étrangers (coupons payables à Londres)	1.400.000	35.000

1 Statistiques du Stock Exchange Official Intelligence.

Fonds d'Etats étrangers (coupons payables à l'étranger).	1.732.000	43.300
Ch. de fer anglais : Actions	436.000	10.000
— Obligations.	335.000	8.400
— " Actions garanties.	131.000	3.300
— Act. de préférence.	310.000	7.750
Titres de chemins indiens	149.000	3.700
Titres de chemins de fer coloniaux	290.000	7.250
Chemins Américains : Actions.	824.000	20.600
— Obligations.	907.000	22.700
Titres de chemins de fer étrangers	710 000	17.750
Banques	287.000	7.200
Brasseries.	106.000	2.650
Canaux.	20.000	500
Commerce et Industrie	381.000	9.550
Electricité.	68.000	1.750
Compagnies de Trust	108.000	2.200
Gaz	64.000	1.600
Sociétés de Colonisation de terrains et d'exploitation	132.000	3.200
Compagnies d'assurance.	69.000	1 750
Métallurgie et Mines	395.000	9.750
Télégraphe et Téléphone.	137.000	3.500
Tramways et omnibus.	110.000	2.750
Navigation	42.000	1.000
Divers	31.000	750

Nous allons essayer de faire connaître la physionomie de quelques-uns de ces compartiments, en parcourant rapidement les 16 pages de la cote officielle :

Fonds anglais

La plupart des fonds publics ont été mis sur le marché pendant les guerres de l'Empire. Il est fort probable qu'ils étaient souscrits directement par la Cité et nous savons déjà (1) que la répartition n'en était pas toujours très équitable. Pour ces sortes de fonds, aussi bien anglais qu'irlandais, le principe de la souscription publique paraît devoir être maintenu encore de nos jours. C'est à elle que le Gouvernement britannique a eu recours, dans les premières années de ce siècle. Mais, en temps habituel, les émissions de Consolidés ou de fonds impériaux ne sont pas très fréquentes. Leur mode d'émission n'intéresse pas d'une manière sensible le mécanisme du marché.

Bien que les rentes nationales n'aient pas, dans le marché de Londres, une place aussi considérable que dans le nôtre, elles forment plus de 10 % du portefeuille anglais.

La dette consolidée 2 1/2 % est actuellement d'environ 550 millions de livres. Deux conversions, en 1889 et en 1903, ramenèrent successivement le taux ancien de 3 à 2 3/4 puis 2 1/2 %. Dans les vingt dernières années du XIX^e siècle les cours de

1. Cf. chapitre I^{er}.

la rente anglaise ne fléchirent pas beaucoup au-dessous du pair, et, de 1896 à 1899, oscillèrent aux environs de 110 %. Les emprunts nouveaux créés pour solder les frais de la guerre du Transvaal et la conversion de 1903 déterminèrent un mouvement de baisse. Puis, dans les dernières années l'abondance des nouvelles émissions et la cherté plus grande de l'argent, eurent, sur les Consolidés ainsi que sur toutes les valeurs à faible revenu fixe, une influence déprimante. On mesurera la violence de cette baisse continue par le niveau actuel des consolidés qui cotent environ 74 %.

Il y a de ce fait, pour les capitalistes, les banques, les compagnies d'assurance d'Angleterre, une moins-value considérable à enregistrer. Le phénomène est d'ailleurs général. Notre rente qui avait longtemps beaucoup mieux résisté, a perdu depuis quelques mois, plusieurs points.

La baisse des valeurs à revenu fixe peut être attribuée à des causes assez générales. C'est d'abord l'énorme montant des émissions nouvelles (1) qui

1. Voici les chiffres des émissions mondiales (en francs) :

1909.		24.500.000.000
1910.		26.500.000.000
1911.		19.800.000.000
1912.		20.200.000.000

suffit amplement à employer les richesses accumulées chaque année par l'épargne.

Les capitalistes recherchent des taux d'intérêt plus élevés et, le renchérissement de la vie aidant, arbitrent même parfois leurs valeurs de premier ordre contre des titres un peu moins sûrs mais rapportant plus. A ce point de vue le contrôle moral que les Gouvernements prennent de plus en plus sur les placements de leurs nationaux en fonds d'états étrangers et les Caisses, d'allure plus ou moins officielle, qui veillent au service des dettes (Monopoles Serbes, Dette turque, Gabelle chinoise, etc.) nuisent plutôt à la tenue des rentes nationales.

Il est probable néanmoins, lorsque celles-ci auront atteint des cours suffisamment bas, que la faveur du public leur reviendra ; sans doute alors le chiffre des émissions nouvelles devra diminuer.

De ces totaux il faut déduire pour les conversions :

1909.	2.500.000.000
1910.	3.500.000.000
1911.	750.000.000
1912.	700.000.000

De 1895 à 1900 la moyenne du total des émissions mondiales (moins les conversions) était d'environ 10 milliards de francs. On juge de l'accroissement. (Statistiques du *Moniteur des Intérêts matériels*).

Les consolidés ont spécialement souffert de ces tendances, les émissions ayant atteint à Londres des chiffres inconnus sur les autres places. En outre l'abondance de fonds indiens, coloniaux et des titres de chemins de fer, dont quelques-uns sont admis depuis 1900 au bénéfice d'être valeurs de « Trust » (1) leur a fait une très grande concurrence.

La dette anglaise est inférieure à ce qu'elle était il y a cent ans, puisqu'après les guerres de l'Empire, il y avait sur le marché un capital nominal de 800 millions de livres de consolidés. Pour porter ce fardeau de 20 milliards de francs l'Angleterre comptait environ 12 millions d'habitants. En 1897 la dette n'était plus que de 522 millions (2).

Les emprunts de la guerre du Transvaal, émis en 1901 et 1902 portèrent sur près de 2 milliards et demi de francs. En outre, après la conclusion de la paix plus d'un milliard de francs furent demandés au marché par le gouvernement du Transvaal, avec la garantie de la Grande-Bretagne (3).

1. Cf. plus loin.

2. La politique financière de l'Angleterre durant le xix^e siècle a donc été habile et heureuse. Depuis 1816 les amortissements et les conversions successives ont diminué la dette d'un tiers et le taux d'intérêt de moitié, cf. R-G. Lévy, 1898, *Revue des Deux-Mondes*.

3. L'emprunt du Transvaal 3 % est coté à Paris, en banque.

Depuis cette époque le chiffre de la dette n'a pas beaucoup diminué. Sans renoncer à leur politique d'amortissements réguliers, les ministres des finances ne retrouvent plus des excédents budgétaires aussi considérables qu'autrefois (1).

Il a même fallu, en présence des nouvelles lois sociales et des dépenses militaires, pour maintenir l'équilibre du budget, recourir largement à l'impôt. L'Income-Tax a été porté, en 1910, à 1 s. 2 par livre soit 6 % contre 8 pence, soit 3 1/3 % avant la guerre du Transvaal et contre 2 pence, soit moins de 1 % en 1875. Les charges budgétaires par habitant sont assez analogues en France et en Angleterre, puisque les chiffres des dépenses et de population ne diffèrent pas sensiblement, mais le budget anglais est plus productif, la proportion de l'intérêt de la dette publique y

1. Cependant les fonds d'amortissement fonctionnent encore très régulièrement. Voici les chiffres pour le dernier exercice budgétaire :

Old sinking fund	£ 2.350.000
(Amortissement prévu)	
New sinking fund	£ 4.450.000
(Excédents budgétaires)	
Rentrées extraordinaires	£ 2.090.000
soit pour l'année (environ fr. 222.500.000) . . .	£ 8.890.000

(Cf. Conférence de Charles Picot, en 1910, à l'Ecole des sciences politiques)

étant plus faible, et probablement moins lourd, la Grande-Bretagne pouvant dans son ensemble être considérée comme plus riche que la France (1).

En dehors des consolidés sont inscrits à la cote des fonds anglais environ 180 millions de livres (4 milliards et demi de francs) de fonds indiens $3\frac{1}{2}$, 3 et $2\frac{1}{2}$ %. C'est l'ensemble de la dette indienne émise sur le marché de Londres, soit environ les cinq huitième de la dette totale des Indes qui est de 280 millions de livres. La plus grande partie des emprunts faits par le gouvernement indien est productive ; elle a été dépensée à construire des chemins de fer (200 millions de livres) et à faire des travaux d'irrigation (35 millions de livres). Ces exploitations donnent des revenus satisfaisants et le budget des Indes qui dépasse 2 milliards de francs ne demande rien à la métropole. L'impôt sur la terre, les taxes sur l'opium et diverses contributions lui permettent même de supporter facilement des charges militaires, dont le total atteint le chiffre respectable de 22 millions de livres. Malgré cette situation financière satisfaisante, comme il n'y a pas engagement direct du gouvernement britannique, les fonds indiens se

1. Les statistiques anglaises évaluent le revenu total du Royaume-Uni à environ 50 milliards de francs. Pour la France Henry et Lavergne estiment ce revenu à 35 milliards de francs.

capitalisent sensiblement plus cher que les consolidés. L'écart entre les $2\frac{1}{2}\%$ est toujours d'environ dix points.

Au contraire la garantie existe pour les 3% du Transvaal pour les $2\frac{3}{4}$ et 3% Irlandais créés en 1903 et en 1909, d'un montant global d'un milliard et demi de francs, enfin pour les emprunts de l'Égypte 3% , émis en 1885 sous le contrôle des six grandes puissances, de la Grèce $2\frac{1}{2}\%$ émis en 1898, sous le contrôle de la France, de la Grande-Bretagne et de la Russie. Tous ces fonds cotés dans la même catégorie que les consolidés se traitent environ aux mêmes cours.

Sous la même rubrique sont cotées également les annuités terminables (800 millions de francs) et les bons de l'Échiquier (700 millions de francs) remboursables à échéance fixe. La dernière tranche, du type 3% , émise à $94\frac{1}{2}$ est remboursable en 1930.

Bien entendu, comme tous les gouvernements, l'état anglais met sur le marché, suivant ses besoins, des bons du trésor qui ne rentrent dans aucune des catégories précédentes. L'intérêt est payé sous forme d'escompte retenue au moment où le bon est mis en circulation. Si un bon de 100 livres payable dans trois mois est placé à 99 livres l'acheteur à ce cours bénéficie d'un intérêt de 4% . Ces bons, comme les nôtres à un, trois, six mois,

etc... sont placés parmi les banques, les capitalistes, les brokers.

Emprunts de villes et de municipalités

D'une manière générale les emprunts de villes, lorsqu'ils ont été apportés à la cité, ont donné lieu à l'underwriting. Beaucoup des emprunts émis par les municipalités de Grande-Bretagne sont cotés à Londres. La municipalisation des services publics est extrêmement développée, ce qui explique l'importance des appels au public.

L'argent emprunté a servi d'une part à des dépenses qui ne sont pas productives d'intérêt telles que les charges de l'enseignement public, les hôpitaux, la police, les travaux de voirie, etc... d'autre part à construire des lignes de tramways et des immeubles, à faire les installations d'électricité, d'eau et de gaz. L'exploitation de ces services municipaux est, d'une manière générale, rémunératrice (1). L'excédent des recettes nettes après le paiement des intérêts du capital, est affecté à di-

1. L'examen des résultats de ces exploitations nous entraînerait hors de notre sujet; consulter les statistiques anglaises à ce sujet, spécialement dans le *Stock Exchange Official Intelligence* et dans le *Municipal Year Book* qui paraissent tous les ans. L'excédent des recettes permet d'amortir rapidement les emprunts.

minuer les charges des contribuables. Ces charges sont néanmoins fort lourdes et augmentent tous les ans.

En effet les municipalités qui gèrent des exploitations publiques, qui pourvoient à l'enseignement primaire et secondaire et qui mettent annuellement plus de 300 millions de francs au service des pauvres ont des budgets dont la totalité atteint, d'après les dernières statistiques, les chiffres du budget du Royaume.

Le détail de ces chiffres est intéressant à connaître. Nous ne l'avons pas pour les deux dernières années. Mais, en 1909-1910, voici comment sont répartis les 125 millions de livres (environ 3.200 millions de francs) que les municipalités de l'Angleterre (non compris l'Écosse et l'Irlande) ont dépensé :

Enseignement public . . .	Frs	690.000.000
Travaux publics	—	525.000.000
Assistance publique (1). . .	—	320.000.000
Tramways, Gaz, Eau, Électricité	—	635.000.000
Police, Égouts, Asiles . . .	—	380.000.000
Autres dépenses (y compris le service des emprunts). . .	—	600.000.000

1. Le nombre des assistés était en 1890 de 775.000 et en 1910 de 780.000. Il n'a donc presque pas augmenté et représente à la dernière date 21,6 ‰ de la population contre 27,3 ‰ en 1890.

Il n'est pas inutile de donner ces précisions afin que l'on puisse comprendre certaines particularités de la cote de Londres. C'est ainsi que les sociétés de Tramways opérant en Angleterre sont rares et, partant, l'on trouve peu ou prou de leurs titres sur le marché de Londres. Il faut noter également que le développement des finances municipales a permis à l'État de se dispenser de certaines dépenses d'intérêt général, telles que celles de l'Enseignement et des Travaux publics et, de cette façon, a facilité la gestion de la Dette consolidée.

En outre, sans ces considérations de fait, le lecteur, au courant de la cote de Paris où les emprunts de ville sont représentés par une somme globale d'environ (1) 125 millions de francs, aurait une impression défavorable et fausse de la situation financière des « Corporations Anglaises ».

Ces emprunts sont, pour la plupart, rembour-

1. En dehors de Paris qui a une dette de 2.200.000.000 francs. Dans le même esprit il faut déduire du total de £ 190 millions indiqué pour les emprunts municipaux de Grande-Bretagne une somme de £ 75 millions empruntée par le County Council de Londres ; il reste environ 3 milliards de francs. Beaucoup de villes françaises empruntent sur place et préfèrent éviter les frais de l'abonnement à la cote de Paris. Le lecteur sait fort bien que les budgets de nos villes ne sont pas négligeables. Néanmoins la municipalisation des services est loin d'être aussi développée qu'en Angleterre.

sables assez rapidement et, chaque année, des caisses d'amortissement spécial (sinking fund) opèrent des rachats en bourse. Les taux nominaux d'intérêts sont principalement de $2\frac{1}{2}$, $3,3\frac{1}{2}\%$. Mais, bien que ce soit là des valeurs appréciées du public anglais, elles ont été entraînées avec les valeurs similaires par la baisse des consolidés et se capitalisent, en moyenne, au-dessus de $4\frac{1}{2}\%$.

Emprunts pour des services publics.

Ce chapitre est une annexe du précédent. Il comprend surtout les emprunts faits pour la ville de Londres. Depuis le début du siècle les services de la fourniture de l'eau et de l'exploitation du port, à Londres, ont été successivement rachetés et mis, les premiers sous le contrôle du Council (municipalité), les seconds sous le contrôle d'une administration spéciale.

Les deux opérations financières qui ont porté respectivement sur 1.300 et 600 millions de francs n'ont pas eu lieu sans luttes et sans difficultés. La première, dont il était question depuis 1890 n'a été réalisée qu'en 1902, sous la pression de l'opinion publique qui se plaignait de la façon dont la ville était alimentée en eau. Il semble que l'opération ait été financièrement mauvaise par suite du prix

trop élevé payé pour indemniser les actionnaires des anciennes compagnies privées.

Aussi le Council de Londres mit-il la plus mauvaise grâce à accepter que les docks de Londres fussent à leur tour rachetés en 1909. Une solution mixte fut adoptée. L'administration du port est confiée à des personnages compétents nommés par le Board of Trade et le Council de Londres. Mais pour le service des obligations du « Port of London » il n'y a pas comme dans le cas précédent, pour les titres du « Metropolitan Water Board » engagement direct de la municipalité ; seules les recettes du port (1) assurent le service des emprunts qui sont du type 3 % et 4 % ; l'intérêt est cumulatif (2), ce qui constitue un avantage appréciable.

Chemins de fer anglais

Le portefeuille anglais est largement intéressé dans les chemins de fer du pays. Il a fallu pour établir les voies ferrées que les capitalistes fissent preuve, plus qu'en France ou en Allemagne, de

1. Le mouvement d'entrée et de sortie des marchandises atteint près de 10 milliards de francs ; les Anglais espèrent que, sous la nouvelle direction, qui entreprend la construction de nouveaux docks et canaux le trafic augmentera considérablement.

2. C'est-à-dire que si les intérêts ne peuvent être intégralement payés une année, l'arriéré est dû sur les exercices suivants.

hardiesse et d'entreprise car l'État n'est pas intervenu pour garantir les intérêts des obligations et un dividende aux actionnaires.

Durant la seconde moitié du xix^e siècle le financier de la Cité, eurent souvent à s'occuper du placement sur le marché de Londres des titres de chemins de fer ; ils eurent toujours recours au système de l'underwriting. Le public souscrivit d'autant plus volontiers que, dès les premières années, les perspectives financières du réseau anglais furent attractantes. En effet les lignes anglaises n'eurent pas, comme celles du continent, à se préoccuper de questions d'ordre stratégique ou militaire. Elles ne furent pas non plus, dans l'esprit de leurs constructeurs, destinées à ouvrir à la civilisation des contrées nouvelles ou même à développer un trafic nouveau, toutes choses qui font courir un certain risque aux actionnaires. L'activité commerciale et industrielle était très grande bien avant que le premier rail ne fut posé en Grande-Bretagne ; elle assurait des bénéfices certains aux compagnies de chemin de fer. Il est même permis de dire que fatalement — et ceci ne diminue en rien la grande figure de George Stephenson — la découverte de la locomotive devait être faite en Angleterre, où les besoins du commerce exigeaient impérieusement de nouveaux moyens de transport (1).

1. Cf. Ashley. *British industries*, p. 150 et suiv.

Ainsi la situation spéciale que donnait à la Grande-Bretagne son avance sur les autres nations dans la vie industrielle explique, croyons-nous, les caractères du réseau anglais : indépendance vis-à-vis de l'État, grande extension du capital-actions, cherté du coût de premier établissement.

Nous avons dit un mot de la naissance des Compagnies de chemins de fer (1). Les plus puissantes, sous l'impulsion de brasseurs d'affaires, comme George Hudson ou Edmond Denison, se sont développées en rachetant peu à peu autour d'elles les lignes de moindre importance. La London & North Western Cy qui contrôle 4.600 kilomètres de voies a racheté de 1840 à 1880 plus de 60 Compagnies, la Great Northern Cy (1.800 km.) environ 16 de 1847 à 1897.

C'est donc dans un temps assez récent que les réseaux ont pris leur physionomie définitive et qu'elles ont pu, le travail d'amalgame terminé, délimiter entre elles à l'amiable leurs zones respectives (2). Il y a 23 réseaux en Angleterre, dont 12

1. Voir chapitre I^{er}.

2. Toutefois les chartes des sociétés de chemins de fer doivent être octroyées par le Parlement ; celui-ci s'oppose parfois à la formation d'un système qui jouirait d'un monopole de fait sur une trop grande étendue. Ainsi il y a quelques années les compagnies du Great Northern et du Midland ne

de plus de 800 kilomètres (1) 4 en Irlande (d'ensemble 5.500 km.) et 5 en Écosse (2).

Toutes les compagnies ont émis des actions et des obligations afin de subvenir aux frais de premier établissement. Il peut être intéressant de comparer les prix de revient moyens, au kilomètre, de la construction et de l'exploitation des réseaux, en France et en Grande-Bretagne. L'ensemble des 38.000 kilomètres anglais ont coûté environ £ 1.200 millions soit 800.000 francs par kilomètre. Les six réseaux français, de 36.000 kilomètres, représentent à peu près 19 milliards de francs soit, pour le kilomètre, un peu plus de 500.000 francs. Il s'agit là, bien entendu, dans les deux cas, d'une moyenne et la considération est plutôt d'ordre économique que technique. La différence est d'autant plus saisissante que les lignes irlandaises sont revenues à moins de 200.000 francs le kilomètre, ce

purent fusionner. D'autre part le Parlement fixe les tarifs maxima et, depuis 1873, un tribunal spécial (Court of Railway commissioners) se prononce sur tous les litiges relatifs aux chemins de fer.

1. Midland Railway, Lancashire & Yorkshire, Great Eastern, Great Central, Great Northern, London & North Western, Great Western, London & South Western, London Brighton & South Coast, London Chatham & Dover, South Eastern, North Eastern.

2. Les deux plus importantes sont les Compagnies du Caledonian et de Glasgow & South Western.

qui rabaisse sensiblement la moyenne. Si l'on considère l'Angleterre seule le prix du kilomètre est de près de 1 million de francs ! Nous laissons à de plus compétents que nous le soin de rechercher les raisons qui expliquent les formidables écarts entre ces chiffres ; sans doute les indemnités d'expropriation qui ont dû être très élevées en Angleterre y sont-elles pour beaucoup. Peut-être aussi du fait que les actionnaires ont eu le contrôle absolu des lignes, peut-on déduire que l'actif des sociétés a été parfois grossi facticement de sommes qui eussent dû figurer au compte d'exploitation. La gestion financière dans ce cas n'aurait pas été impeccable. Mais c'est là une question délicate et les Anglais eux-mêmes n'osent pas se prononcer.

Quoi qu'il en soit et, malgré la différence dans le coût des lignes, le rapport des recettes brutes au capital engagé est aussi élevé en Angleterre qu'en France ($9 \frac{3}{4} \%$ environ) ; ceci n'a rien d'étonnant, étant donné ce que nous avons dit de la productivité du réseau anglais. De plus ce résultat doit être considéré comme une moyenne, car nos meilleures lignes supportent brillamment la comparaison.

Si de ces considérations générales nous revenons à ce qui intéresse tout particulièrement le placement des titres de ces puissantes sociétés nous constatons que la proportion du capital-ac-

tions au capital-obligations est beaucoup plus forte en Angleterre qu'en France. En effet, comme les compagnies ne bénéficiaient d'aucune garantie de l'État, il leur a fallu au moins fournir aux obligations la garantie que donne toujours, en fait, un important capital. Celui-ci représente souvent 70 % du passif et les chiffres indiqués au début de ce chapitre dans la table C, montrent clairement qu'il y a moins du quart des sommes placées par le public dans les chemins de fer sous la forme d'obligations.

Les Anglais ont été amenés, en cette circonstance, à recourir volontiers au type d'actions de priorité, *preference shares* et *guaranteed shares*. L'une et l'autre de ces deux catégories d'action a droit à un intérêt fixe, avant toute répartition aux actions ordinaires ; l'avantage spécial des *guaranteed shares* consiste en ce fait que, pour elles, l'intérêt fixe est en outre cumulatif.

Il y a, du fait de ces deux classes d'actions de préférence un capital de plus de 11 milliards de francs qui sert de couverture aux obligations et dont le service, néanmoins, ne pèse pas trop lourdement sur les finances des compagnies puisqu'il est limité à un intérêt fixe de 3, 4, parfois 5 %. Ce sont finalement les actions ordinaires qui ont le droit de vote et se partagent le surplus des bénéfices ; malheureusement pour leurs porteurs les revendi-

cations ouvrières, très pressantes depuis quelques années, laissent supposer qu'une augmentation de recettes sera désormais plus ou moins compensée par les élévations de salaires. L'État, libre d'engagements, n'est pas intéressé à soutenir le point de vue des actionnaires,

Au surplus, le résultat des chemins de fer en Angleterre a été favorable puisque, sans le secours de l'État et de leurs propres ressources, les compagnies font face aisément à tous leurs engagements, obligations, actions de garantie, actions de préférence et qu'il est resté, si nous prenons les chiffres du dernier exercice. pour l'ensemble des compagnies environ £ 15 millions (34 % des recettes nettes) à la disposition des actions ordinaires soit une moyenne de 3 % sur le capital émis. Il est inutile d'ajouter que le revenu est réparti d'une manière inégale parmi les différents réseaux ; les actionnaires de la London & North Western touchent 6 1/2 %, tandis que ceux du Great Central ne touchent rien.

Bien que les titres des Compagnies de chemins de fer, actions et obligations, aient toujours la faveur du public, ils ont souffert plus que tout autre papier durant la décade qui vient de s'écouler. Les cours des obligations et des actions de préférence ont été entraînés par la baisse des valeurs dites de tout repos ; ceux des actions ordinaires particu-

lièrement affectés par la hausse des salaires et du coefficient d'exploitation.

Le tableau suivant en fait foi.

	Cours moyen en 1899	Cours moyen en 1909	Cours en juin 1913
Great Western Oblig. 4 % .	140	115	102
Act. Ordinaires	170	122	113
Dividendes. .	5 1/2 %	5 1/4 %	5 5/8 %
Midland Ry. Oblig. 2 1/2 %.	90	72	64
Ldon & North Western act.			
ord.	200	133	116
Dividendes (1)	6 3/4 %	5 3/4 %	5 3/8 %

Dans le même laps de temps les titres des chemins de fer français ont baissé dans une proportion moindre mais encore très forte ce qui montre bien que le phénomène est général :

Nord 3 %.		475	443	410
Act.		2.134	1.741	1.678
Dividendes.		74	72	74
P.-L.-M. 3 %		462	438	402
Act.		1.890	1.330	1.260
Dividendes.		58	56	58

Le lecteur s'étonnera peut-être de voir, après ce que nous avons dit des risques plus grands que

1. On voit que la chute des cours n'a aucun rapport avec le léger fléchissement des dividendes.

court l'actionnaire anglais, que les taux auxquels les actions ordinaires se capitalisent sur les deux places ne sont pas très différents.

Fonds coloniaux

Depuis longtemps la métropole fournit ses colonies des capitaux qui leur sont nécessaires, à un taux de faveur. Le mouvement ne se ralentit pas. Nous verrons dans un instant que les émissions nouvelles, fonds d'État, chemins de fer, industries diverses, pour le compte des colonies sont considérables et dépassent en importance le montant des appels exigés par les besoins du Royaume.

Ce n'est pas un des moindres services rendus par la mère patrie à ses possessions d'outre-mer que cet argent fourni à bon marché qui leur permet de développer rapidement leurs ressources. L'esprit d'entreprise de ces jeunes pays est grand ; nous parlons surtout de l'Australie, du Canada et du Sud de l'Afrique, peuplés en grande partie d'émigrants européens, principalement anglais.

Mais il ne faut pas croire que ces pays, au point de vue des capitaux, ne dépendent que du marché de Londres. S'ils sollicitent peu les marchés étrangers, où les exigences des capitalistes seraient plus grandes, par contre leur marché intérieur n'est

pas négligeable (1). Les mines et l'élevage dans les provinces de l'Australie, l'agriculture au Canada développent peu à peu des richesses qui s'accumulent dans le pays et y trouvent emploi. Toutefois l'Angleterre, dont le tiers du commerce est fait avec les colonies, qui tire de ces dernières sa laine et son blé et leur retourne des produits manufacturés, a tout intérêt à voir ces contrées prospères ; elle y envoie en même temps que des hommes du capital à faire fructifier.

La première, l'Australie vint, dès 1884, emprunter largement sur le marché anglais. En moins de dix ans elle demanda plus de 300 millions de livres, tellement qu'il y eut crise de croissance et, qu'en 1893, les financiers de la Cité refusèrent énergiquement de laisser la jeune colonie continuer à s'endetter. Il semble au demeurant, qu'ils aient mal préjugé de la puissance de son activité ; car obligée, avec ses 4 millions d'habitants, de trouver en elle-même les ressources qui lui étaient nécessaires, l'Australie en vint à bout. Dès 1896 la Cité accueillait de nouveau avec faveur les fonds australiens. Néanmoins, de 1901 à 1908, sur un ensemble d'emprunts d'environ 40 millions de livres, il n'y en eut pas plus de

1. Cf. Schilling. *London als Anleihemarkt der englischen Kolonien*, 1912.

8 à 9 émis à Londres. Le quart de la dette totale de la Nouvelle-Zélande, qui atteint plus de 80 millions de livres, est placé dans le pays même.

Depuis quelques années, l'Australie vient de nouveau avec plus d'insistance recourir aux services des capitaux de la métropole.

Le Canada est venu plus tard sur le marché de Londres. Il avait déjà fait quelques appels au crédit à la fin du siècle dernier lorsque l'argent était si abondant que le 2 1/2 % qui vaut aujourd'hui 72 se plaçait à 92 %. Depuis 1906 les gouvernements, et surtout les chemins de fer et les industries du Canada sont de nouveau tributaires de la Cité. En trois ans, de 1909 à 1912, le Dominion a, sous diverses formes, emprunté plus de 100 millions de livres et le mouvement ne s'arrête pas.

Le tableau suivant permet, d'ailleurs, de se faire une idée de l'importance comparée du capital anglais engagé dans les deux colonies.

Montant du capital engagé (en millions de £.)		
	en 1896	en 1910
	—	—
Au Canada	140	365
Australie.	323	395

En ce qui concerne les emprunts d'états et de gouvernements, nous trouvons pour l'Australie et la Nouvelle-Zélande environ 260 millions de £, pour

le Canada 60 et pour les colonies du Sud de l'Afrique (Cap, Natal, Orange et Transvaal) 50 à 60 millions, ce qui fait dans l'ensemble, tout près de la totalité du chiffre de 403 millions indiqué dans la table C pour la catégorie qui nous occupe.

Les 10 milliards de francs que représentent ainsi les fonds coloniaux sont placés sous diverses formes et à des taux différents. Leur émission a eu, le plus souvent, un caractère particulier. Elle a été laissée aux soins non pas des banquiers privés mais bien plutôt des banques par actions, comme la Bank of Australasia, la Bank of New Zealand et surtout la puissante Bank of Montreal qui existe déjà depuis plus d'un siècle. Ces établissements, qui représentent d'une façon quasi-officielle les différentes colonies sur le marché de Londres, devaient tout naturellement servir à émettre les fonds de leurs gouvernements. Lors des émissions le système de l'underwriting a été adopté, de préférence, par ces banques coloniales. Il est probable que ce sont elles les premières qui ont songé à recruter de nouveaux underwriters parmi les sociétés de trust et les compagnies d'assurance et à étendre ainsi, d'une manière un peu hâtive, le cercle de l'underwriting.

Beaucoup des fonds coloniaux sont des « inscribed stocks » et ne donnent pas lieu à la perception du droit de timbre. C'est dire jusqu'à quel

point ces valeurs ont la faveur du marché anglais. D'une manière générale et, sauf quelques exceptions, elles ont moins baissé depuis quelques années que les consolidés ou les titres de chemins de fer anglais. Ceci prouve que, malgré leur abondance elles sont parfaitement classées dans les portefeuilles des capitalistes anglais. 4 % au pair, 3 1/2 % à 90, 3 % à 80, l'ensemble se capitalise entre 3 3/4 et 4 %. Mais il est permis de penser que le marché n'absorbe plus aussi facilement des valeurs de ce genre et que les émissions nouvelles auront une certaine peine à se placer à des conditions aussi favorables. Pour ramener les demandes il faudra sans doute que le taux de capitalisation se déplace quelque peu.

La garantie des porteurs de ces titres réside tout entière dans la bonne gestion des finances des gouvernements et provinces. Un capitaliste français serait effrayé en apprenant que la dette de la Nouvelle-Zélande est de plus de 80 livres par habitant et celle de la plupart des provinces (1) de l'Australie au moins autant. Ce sont là des chiffres inconnus des pays les plus endettés. Mais les Anglais sont au courant des budgets de ces colonies. Ils savent que la plus grande partie des

1. Nouvelles Galles £ 58. Queensland £ 79. Sud-Australie 76. Tasmania £ 60. Ouest-Australie £ 90. Victoria £ 44.

emprunts a servi à construire des chemins de fer et à mettre en état des services publics. L'exploitation de ces services est restée entre les mains du Gouvernement et ses produits couvrent largement l'intérêt des capitaux engagés (1). C'est en somme du socialisme d'État pratiqué grâce au concours financier du pays qui passait, tout au moins jusqu'à ces derniers temps, pour être le moins socialiste au monde.

1. Cf. *Commonwealth Year Book*, qui paraît tous les ans.

Au 31 décembre 1911 le réseau des chemins de fer exploité par le Gouvernement australien était de 16.000 km. sur 25.000 km. En Nouvelle-Zélande la totalité des lignes (2.800 km.) est entre les mains du Gouvernement ; par contre, au Canada, les chemins de fer sont exploités, pour la plupart, par des sociétés privées.

Voici, à titre d'exemple, les chiffres qui résument la dette de l'une des principales provinces de l'Australie, la province de Victoria, au 31 décembre 1911 :

Situation de la dette : £ 58.000.000.

Montant des dépenses productives : £ 55.000.000.

Service de la dette : £ 2.250.000.

Revenu du capital engagé dans les travaux productifs : £ 2.025.000.

Dans le budget total de £ 9.200.000 les impôts ne représentent que 20 % et £ 1.2.3. par habitant, ce qui n'est pas excessif.

Néanmoins le *Commonwealth* australien considéré dans son ensemble percevait au 31 décembre 1911, sous forme d'impôts £ 3.5 (88 fr.) par tête, chiffre qui peut être considéré comme élevé, puisqu'il y a peu de dépenses militaires.

Municipalités coloniales. — A l'encontre de ce que nous avons constaté pour les emprunts de gouvernement ce sont surtout les municipalités du Canada qui ont émis des obligations à Londres. Les villes de Montréal, Toronto, Vancouver, Winnipeg ont chacune emprunté plusieurs millions de livres et toujours rencontré un accueil favorable. Leurs émissions se capitalisant aux environs de 4 1/2 %. Malheureusement l'exemple donné par ces municipalités importantes a été suivi par de petites villes, emprunteurs médiocres, qui ont profité des dispositions du marché de Londres pour trouver à 4 ou 4 1/2 % de l'argent qu'elles n'auraient pu se procurer à 6 % chez elles. Aussi peut-on constater maintenant à l'égard de ce flot d'émissions nouvelles de second ordre une grande froideur chez les financiers de la cité. C'est une question de mesure. Nous avons signalé plus haut la même réserve après les excès commis par l'Australie, il y a vingt ans. Dans le premier semestre de 1913 les différentes municipalités canadiennes ont encore fait, sur le marché de Londres, pour 8 à 9 millions de livres d'emprunts, qui ont rencontré un accueil très variable, suivant la qualité de l'emprunteur. D'une manière générale l'underwriting fonctionne pour ces émissions.

Nous n'insistons pas sur les titres de chemins de fer indiens et coloniaux. Il n'y a pas, dans les

valeurs de cette catégorie à signaler de traits saillants. Le portefeuille anglais trouve dans les obligations des chemins de fer canadiens subventionnés par les provinces et dans les titres des lignes indiennes garantis par l'État des valeurs de placement intéressantes.

En résumé il y a sur le marché de Londres un ensemble de près de 70 milliards de francs de titres qui peuvent rentrer dans la catégorie des valeurs dont le revenu est en quelque sorte assuré par les ressources nationales. Le chiffre que le marché de Paris fournit en regard de ce total tant en rentes qu'en titres de chemins de fer, obligations communales, crédit foncier, emprunts coloniaux est d'environ 50 milliards de francs.

Valeurs industrielles

Nous groupons sous ce nom les valeurs cotées en dehors des fonds d'État ou de villes et des titres de chemins de fer. La table C les énumère en détail ; le total nominal en est d'environ 50 milliards de francs, en tenant compte, dans les diverses catégories considérées, des sociétés étrangères comme des sociétés britanniques. Un calcul analogue montre que le chiffre correspondant, au marché officiel de Paris, est d'environ 30 milliards de francs. Les banques, les sociétés d'électricité, de

tramways, les sociétés indigènes de métallurgie et de mines représentent, sur les deux marchés, des sommes équivalentes. Seule une lecture attentive de la cote des deux places montre clairement d'où provient la différence : d'une part le montant, à Londres, des sociétés « commerciales et industrielles » est très élevé et celui des valeurs diverses qui leur correspond à Paris relativement faible ; d'autre part le capital anglais s'est employé dans une mesure encore plus grande que le nôtre, dans les sociétés étrangères et coloniales, dont les titres occupent alors, dans chacune des rubriques considérées, une place très importante.

Lors de l'émission des valeurs industrielles le système de l'underwriting a fonctionné d'une manière assez générale. Néanmoins une certaine proportion — le quart peut-être — trouve à se placer directement par la voie de la souscription publique et la vente aux guichets des joint stock banks. Celles-ci jouent dans ce cas leur rôle d'intermédiaires, sans prendre une part active à l'émission. Le plus souvent les sociétés qui évitent de recourir à l'underwriting sont des affaires d'importance plutôt moyenne qui n'ont pas à leur disposition un fort groupement financier (1). Parfois ce sont

1. A moins qu'il ne soit simplement formé un underwriting entre les plus gros souscripteurs et les brokers et jobbers qui sont chargés de l'introduction. Voir chapitre II.

sont des entreprises, telles que des filatures ou des forges, dont l'admission à la cote est de pure forme et dont le capital reste entièrement sous le contrôle des propriétaires et des directeurs.

Il est sans intérêt, pour l'objet de notre étude, que nous entrions dans le détail de toutes les catégories des valeurs industrielles. Il suffira d'examiner les principales puisqu'il s'agit ici de donner seulement un aperçu général de la constitution du marché. Les titres des sociétés anglaises y figurent, nous l'avons dit, à côté de ceux des sociétés étrangères. Ces dernières ont, très généralement, leur siège social dans les colonies ou aux États-Unis. En effet, en dehors des pays anglo-saxons, la forme nominative est peu usitée pour les titres ; aussi bien pour cette raison de forme que pour des motifs tirés du goût et des sympathies du public anglais, d'autres sociétés étrangères ne trouveraient pas à Londres un grand marché pour leurs titres.

Par contre une foule de sociétés, de forme anglaise, c'est-à-dire ayant leur siège social en Angleterre, exercent réellement leur activité en pays étranger et nous reviendrons dans un instant sur l'importance de cette question. C'est le cas notamment — pour s'en rendre compte, il suffit de parcourir la cote — d'un grand nombre des sociétés de gaz, de tramways, de télégraphe et de téléphone.

L'on a vu, les raisons (1) pour lesquelles, dans ces domaines le nombre des sociétés privées travaillant en Angleterre même est relativement réduit.

Nous allons passer rapidement en revue les principaux groupes de valeurs industrielles.

Trusts. — Le lecteur connaît déjà les Sociétés de Trust, très spéciales au marché de Londres (2), et qui y jouent un rôle important en tant qu'underwriters. Ces entreprises, constituées pour la plupart à une époque où l'argent était très abondant, ont trouvé à émettre des obligations à des taux favorables — 4 % en moyenne. Elles ont employé leurs ressources à des placements rémunérateurs, surveillés et suivis par des experts spéciaux. Il leur a été possible de cette façon non seulement de payer le service des intérêts mais encore de constituer peu à peu de fortes réserves et de servir aux actionnaires des dividendes copieux. Le Metropolitan Trust et le Northern American Trust paient tous deux 12 % à leurs actionnaires. C'est en Écosse que se trouve la plus prospère d'entre ces sociétés, la Scottish American Investment, dont les actions valent plus de trois fois le pair et touchent 18 %.

1. Voir valeurs municipales.

2. Il ne faut pas les confondre avec les « Trusts » qui existent en Amérique et qui sont de véritables établissements de crédit.

Le marché capitalise les actions des Trusts entre 5 et 6 %/, selon l'importance des réserves et le choix des valeurs. Certains Trusts ont un portefeuille de plus de 100 millions de francs divisé entre plusieurs centaines de valeurs. Les titres du Nouveau Continent y abondent, mais les valeurs à revenu fixe trouvent là, en cas de baisse profonde, des acheteurs tout disposés à intervenir. Bien entendu les Trusts recueillent, du fait de leurs opérations d'underwriting, des bénéfices additionnels, soit qu'ils touchent leur commission, soit qu'ils acquièrent du titre meilleur marché. En résumé ces sociétés qui jouent le rôle de capitalistes puissants et intelligents ont leur raison d'être (1).

Banques. — Parmi les titres des banques figurent pour une part importante les actions des banques anglaises. Grâce à leurs dépôts et à leurs opérations commerciales, ces établissements gagnent de fort beaux dividendes qui sont capitalisés assez cher — 5% ou au delà (2). Il est vrai que les titres ne sont libérés que d'une faible partie de

1. L'équivalent n'existe guère chez nous. Toutefois un usage se répand en France qui consiste à déposer en gage les titres d'une société, le plus souvent étrangère, et à émettre par contre des certificats d'actions, des obligations ou des annuités. C'est un procédé commode pour changer la forme des titres ou la modalité du paiement des droits fiscaux.

2. Les actions de nos grandes banques ne se capitalisent guère à plus de 3 1/2 0/0.

leur valeur nominale. En cas de crise on peut imaginer que les actionnaires seraient appelés à parfaire leur mise. Ainsi le capital de la Lloyds Bank est composé d'actions de £ 50 sur lesquelles £ 8 seulement sont appelées. La valeur effective en bourse (août 1913) est de £ 28 (700 francs) et le dividende payé pour le dernier exercice de 29 shillings (36 francs).

Sont cotées dans cette rubrique les banques que le capital britannique commande à l'étranger, banque impériale ottomane, banques mexicaines, banques égyptiennes. Mais, d'une manière générale, le public anglais n'achète pas beaucoup d'actions de banques étrangères. Au contraire une grande partie du capital des banques coloniales (70 millions de livres environ) est placé à Londres.

Brasseries. — Les Sociétés de brasseries sont une des spécialités de la cote de Londres. Le capital nominal employé dans ces valeurs est de plus de 2 milliards et demi de francs mais la valeur effective est bien loin d'arriver à cette somme. Ces titres ont été durement éprouvés ; presque tous sont cotés au-dessous du pair et beaucoup ont une valeur presque nulle. Nous citerons comme exemple la Compagnie Allsopp & Sons, qui fut la plus puissante de ces sociétés, et dont les obligations 4 1/2 % valent maintenant 50 % tandis que les actions de préférence et ordinaires ne repré-

sentent presque rien. Les titres de toutes ces sociétés furent entre 1890 et 1900 l'objet d'un de ces mouvements de spéculation folle, dont la place de Londres a le secret et qui laissent derrière eux quelques grosses fortunes et beaucoup de regrets cuisants. La chute des actions et des obligations ne s'est guère arrêtée dans ces dernières années, précipitée par les nouvelles taxes et surtout par la gestion financière de la plupart de ces sociétés qui eurent l'imprudence d'immobiliser leur capital dans des achats d'immeubles et de locaux pour la vente directe. Plusieurs d'entre elles, néanmoins ont consolidé leur situation et paient régulièrement l'intérêt de leurs obligations, qui se capitalisent entre 5 et 6 % (1). Quelques-unes sont très prospères comme Guinness & C^{ie}, au capital de près de 200 millions de francs, dont les actions ordinaires paient un dividende de 14 % et valent 350 %.

Valeurs d'électricité. — La bourse de Londres traite relativement peu de valeurs de sociétés d'électricité; et encore la plupart de celles-ci, telles que la *Victoria Falls Power Co*, *Toronto Power Co*, *Mexican Light Power Co*, ont-elles le siège de leur exploitation à l'étranger ou aux colonies. Il y a lieu de rappeler, à ce propos, combien la municipalisation des services publics est développée en Grande-

1. Cf. *The Economist*, 15 mars 1913.

Bretagne. En outre, pour toutes les valeurs industrielles, les marchés locaux sont très importants ; les bourses de Manchester, de Liverpool, de Newcastle-on-Tyne, de Dublin, de Glasgow traitent la plupart des valeurs de cette catégorie.

Métallurgie et mines. — La même remarque peut être faite pour le compartiment de « Métallurgie et Mines ». Chacune des bourses locales que nous avons citées traite les valeurs de sa province. Pour la seule bourse de Londres le chiffre est pourtant d'importance : près de 10 milliards de francs ; mais que l'on veuille bien y regarder de plus près : le capital nominal du Trust américain de l'acier, l'*United States Steel* coté entièrement à Londres, — obligations, actions de priorité et ordinaires — représente plus de la moitié de ce chiffre. Les titres de cette puissante société donnent lieu à d'amples transactions qui sont dirigées forcément par le marché de New-York mais dont cependant les brokers de Londres profitent de leur côté.

Dans ce compartiment figurent aussi les titres de nombreuses sociétés métallurgiques du Canada. Il va sans dire que les affaires métallurgiques anglaises, qui ont un capital considérable — et ce sont celles dont l'activité s'emploie spécialement aux constructions navales et aux grandes industries de la guerre — sont cotées sur le marché de Lon-

dres. Nous citerons seulement les trois plus puissantes d'entre elles, *Armstrong & Whitworth*, *Vickers* et *Babcock & Wilcox*. Ce sont des sociétés prospères (la société Vickers a émis des actions et des obligations pour environ 200 millions de francs) dont les bénéfices et les dividendes sont importants. Pour l'exercice 1912-1913.

Armstrong a payé.	12 1/2 %.
Vickers	10 %.
Babcock et Wilcox	16 %.

Les cours en juin 1913, (pour les actions de £ 1,) sont respectivement de £ 2 1/16 pour Armstrong, 1 3/4 pour Vickers, 3 £ pour Babcock & Wilcox. Les dividendes se capitalisent donc entre 5 et 6 % tandis que les actions de nos grandes firmes métallurgiques ne rapportent qu'à peine 4 %. Mais cette différence est justifiée. D'une part le public anglais suit peu les titres métallurgiques, qui sont détenus en majeure partie par quelques forts actionnaires. D'autre part nos sociétés métallurgiques, au lieu d'augmenter leur capital, préfèrent accroître leurs moyens de production en prélevant chaque année la plus forte partie des bénéfices au profit des réserves, procédé qui diminue le dividende mais donne une plus grande valeur à l'actif social.

Quelques actions de mines d'or, de sociétés de pétrole et de caoutchouc de plantation figurent à

la cote officielle. La plupart sont traitées en dehors du marché officiel, *in the street* (dans la rue), suivant l'image et la réalité. Ces valeurs n'en ont pas moins donné lieu dans les vingt dernières années à des mouvements intenses de spéculation. Il faut signaler la témérité avec laquelle s'emploie le capital anglais, la rapidité de ces hausses vertigineuses, conduites par des financiers habiles et peu scrupuleux, et les dangers que les débâcles, qui suivent inévitablement, font courir à l'épargne mondiale à cause de l'ampleur et de la position centrale du marché de Londres.

Sociétés territoriales. — Les Sociétés de colonisation et d'exploration forment un des compartiments favoris de la cote de Londres ; compartiment rempli de valeurs dans lesquelles la spéculation aime à s'employer. Anciennes compagnies de colonisation au Canada, comme la Hudsons's Bay, spéculations immobilières en Argentine, comme la Forestal, Land, Timber Cy ou la Rio Negro Cy, exploitations de chartes d'état comme la corporation du Pérou, elles offrent à l'imagination du capitaliste des titres intéressants à étudier et à suivre.

Commerce et Industrie. — Le chapitre « Commerce et Industrie » comprend toutes sortes de valeurs, les plus diverses et les plus variées. Entrer dans le détail de sa composition serait vouloir

décrire les épiceries, papeteries, teintureries, filatures, etc., établies, grâce au capital anglais, sur tous les points du globe. Ce compartiment représente un capital nominal de 9 milliards et demi de francs. L'équivalent sur le marché de Paris (valeurs diverses) ne représente, au nominal, pas plus de 2 à 3 milliards de francs.

Le lecteur, qui parcourt des yeux les valeurs de cette catégorie peut être surpris de trouver relativement peu de titres de sociétés dont l'objet est l'industrie de la laine, du coton ou du lin. Ce n'est pas que l'importance des sommes engagées dans l'exploitation des filatures ne soit très considérable. Mais ces industries sont fort anciennes (1). Elles se sont développées peu à peu et sont depuis longtemps entre les mains de riches maisons privées qui n'ont pas besoin des capitaux de la bourse. La plupart ont pris la forme anonyme et sont devenues des *companies limited*, mais sont restées, en fait, des maisons privées.

Au contraire les entreprises qui se sont constituées plus récemment, dans toute espèce de branches industrielles, afin de grouper en trust plusieurs exploitations similaires, ont émis leur

1. Burnet, le chapelain de Guillaume d'Orange, écrivait déjà que le climat humide du Lancashire convenait bien au travail de la laine et du lin.

papier sur le marché de Londres ; en effet ces combinaisons, exigent toujours des capitaux nouveaux. Dans l'industrie même de la laine la *Bradford Dyers Association*, constituée en 1897, a groupé 35 maisons de boudinage et de teinturerie. Ses bénéfices lui permettent de rémunérer un capital de 140 millions de francs et la valeur des actions ordinaires dépasse le pair. *L'Impérial Tobacco*, au capital de près de 400 millions de francs, a pu lutter avec succès contre le trust américain du Tabac, Les *Coats*, dont les actions de 1 livre valent 8 livres 1/2 sont de vastes comptoirs de ventes, possèdent des filatures et jusqu'à des mines de charbon pour assurer leur matière première. *La Fine Cotton Association* contrôle plus de 50 filatures et possède des terres à coton aux États-Unis.

D'autres entreprises n'ont pu vaincre aussi facilement les difficultés inhérentes à leur constitution même. Les actionnaires des *Associated Portland Cement Cies*, constituées en 1900 pour contrôler 80 % de la production du ciment en Grande-Bretagne, n'ont pas encore touché de dividende. Les titres de la *Calico Printers Association* après une baisse profonde, valent encore sensiblement moins du pair. *L'Underground Electric Railway Co of London*, constitué en 1902 dans le but de construire et d'exploiter les lignes sou-

terraines (tubes) de la capitale anglaise, dut être réorganisée en 1908, tellement les premiers résultats furent mauvais. Depuis ce temps l'accroissement régulier du trafic et surtout la création d'une heureuse communauté d'intérêts avec la London General Omnibus ont consolidé sa situation; l'Underground contrôle ainsi presque toutes les sociétés de transport de Londres.

Valeurs étrangères

Nous venons de voir que sous les rubriques différentes de valeurs industrielles, minières, de commerce, d'exploration, le marché de Londres donne l'hospitalité à des titres de sociétés étrangères pour des sommes considérables. Il n'y a pas, comme dans la cote de Paris, pour ces diverses catégories, des compartiments distincts affectés aux valeurs nationales et aux valeurs étrangères (1).

Il y a, par contre, dans la cote de Londres, des

1. En vérité la séparation que fait notre cote est un peu factice, surtout si l'on veut en déduire des statistiques du capital français employé en France et à l'étranger. Les sociétés industrielles ou de crédit foncier qui ont leur siège social à Paris mais exercent leur activité en Russie, en Argentine ou du Brésil sont classées parmi les valeurs françaises. En fait leur capital travaille à l'étranger.

compartiments spéciaux pour les villes, les fonds d'États, les chemins de fer étrangers.

Plus que pour toute autre catégorie de titres la garantie des underwriters est intervenue, d'une manière générale, lors de l'émission de ces valeurs. C'est précisément à l'occasion des premiers emprunts étrangers que le système de l'underwriting fut introduit à Londres par les Merchant Bankers. Ces derniers restés toujours en rapports avec les pays d'outre-mer, ont eu, tout au moins jusqu'à ces dernières années, le contrôle des émissions étrangères. Un accord tacite a réparti entre eux les différentes parties du monde, où s'exerce leur activité. Lors des émissions qu'ils ont faites, les banquiers privés ont eu recours, d'une manière habituelle, à l'underwriting. Ce système fait, en quelque sorte, partie de leur programme ; grâce à lui ils ont pu conserver une grande indépendance. Du moment où le système tomberait en désuétude les « Merchants » sentiraient diminuer leur rôle dans le marché ; aussi paraissent-ils décidés à lui rester fidèles.

Néanmoins il n'est pas rare que ce soit à l'occasion des émissions d'emprunts de fonds d'états étrangers que les imperfections de l'underwriting apparaissent le plus nettement. Considérons, en effet, le cas d'une émission faite simultanément à Londres et sur une autre place, par exemple celle de

Paris. Le syndicat français, qui place directement par les guichets, aura tout avantage à maintenir les cours de la valeur. Au contraire le nouveau titre pourra fléchir à Londres, sous le poids des offres des underwriters, puisque le classement se fait peu à peu par la bourse. Il y a une différence frappante dans la tenue des cours, différence peut-être plus apparente que réelle mais qui donne, aux financiers de la cité, matière à réfléchir sur l'excellence de leur méthode.

Enfin, dans le même domaine de valeurs, une expérience récente a paru décisive aux adversaires de l'underwriting. Durant les premiers mois de 1913, deux fonds étrangers, l'un et l'autre émis par des maisons importantes, furent offerts à Londres. Le premier, un emprunt brésilien, qui avait donné lieu à l'underwriting, n'eut aucun succès et les cours baissèrent sensiblement ; le second, un emprunt chinois, émis dans des conditions analogues mais sans un derwriting, reçut un très bon accueil. Il est juste d'ajouter que, du fait de la baisse récente du café et du caoutchouc, les finances brésiiliennes inspirent quelque méfiance ; or nous croyons, pour notre part, qu'en matière financière, la forme le cède au fonds. Quoi qu'il en soit il subsiste, à la suite de ces circonstances, une impression qui n'est pas favorable à l'underwriting.

Emprunts de villes étrangères. — Aucun ca-

ractère saillant ne donne une physionomie caractéristique à ce groupe. Les risques sont divisés. Nous trouvons des 4 % de villes suédoises et norvégiennes, des 5 % de villes japonaises, Osaka, Nagoya, Tokio ; des 6 % de villes brésiliennes, Santos, Sao Paulo, etc...

Fonds d'États (coupons payables à l'étranger).

— Il n'y a guère lieu de tenir compte de ces valeurs dans la composition du portefeuille anglais. Elles figurent seulement à la cote pour permettre à la cité de suivre les fluctuations du crédit des grands états européens et de n'être pas, le cas échéant, dans l'obligation de recourir aux marchés étrangers pour exécuter les quelques ordres des capitalistes anglais.

Ce sont les rentes des pays du continent, le 3 % français, les fonds italiens, prussiens, autrichiens, hongrois, hollandais, suisses, etc... La valeur nominale de cet ensemble est très considérable — 43 milliards de francs — mais le marché n'en est nullement à Londres. Les financiers de la cité, au surplus, ne goûtent pas beaucoup ces valeurs, dont l'achat ne procure aucun bénéfice au commerce et à l'industrie anglais.

Fonds d'États étrangers (coupons payables à Londres). — Sous cette rubrique sont cotés environ 35 milliards de francs de valeurs de fonds d'États étrangers. Une petite partie, seulement, de

ce total figure dans les portefeuilles anglais. La Cité est largement intéressée dans les fonds de l'Argentine, du Brésil, du Chili : elle a plus de 2 milliards de francs de Japonais 4, 4 1/2 et 5 %, quelques rentes chinoises et russes, enfin une forte part de la dette égyptienne.

Les fonds turcs, espagnols, grecs et, d'une manière générale, ceux des états européens ont été peu à peu rachetés soit par la bourse de Paris soit par les marchés nationaux de chaque valeur. Il s'est produit pour ce papier, depuis une vingtaine d'années un travail de classement qui a, pour ainsi dire, fait disparaître toute quantité flottante de titres et dont l'honneur revient en grande partie à notre marché.

Ce phénomène, il est bon de le dire en passant, a clairement montré quelle était la puissance de l'épargne française et la faveur dont jouissent auprès d'elle les fonds d'États à rendement rémunérateur. Il a engagé, d'autre part, le Gouvernement français à exiger, pour les nouveaux emprunts, que les tranches émises sur les marchés étrangers ne soient pas négociables à Paris, afin qu'elles ne viennent pas, par la voie de l'arbitrage, s'écouler peu à peu en France. Nous montrerons dans le chapitre suivant quelques-uns des avantages et des inconvénients qui résultent de ce que nous pourrions appeler le protectionnisme financier. L'un des

résultats de la disparition progressive des valeurs internationales sera qu'en temps de détresse financière, une place sera moins facilement secourue par les autres. L'avenir seul permettra de juger si le marché de Paris doit se préoccuper de ce danger éventuel.

Chemins de fer étrangers. — Le compartiment des chemins de fer étrangers est l'un des plus intéressants de la cote de Londres : y figurent les actions et les obligations des lignes de chemins de fer dont le capital anglais a permis la construction dans le monde entier, mais principalement dans les pays de l'Amérique du Sud. Une lecture attentive de la cote ne laisse subsister aucun doute à cet égard : l'activité des merchant bankers de Londres s'est déployée avec une énergie extraordinaire et au plus grand profit de l'industrie et du commerce de la Grande-Bretagne, pour assurer la concession et le contrôle des réseaux de ces jeunes nations à des sociétés anglaises.

Les 700 millions de livres (capital nominal) que représente ce groupe sont répartis presque exclusivement entre les titres de chemins de fer du Chili, de la République Argentine, du Brésil, de l'Uruguay, de la Colombie, du Mexique, et des pays du centre de l'Amérique.

Quelques-uns de ces réseaux sont dès maintenant en présence de lignes concurrentes. D'autres

ont vu leur contrôle passer, en grande partie, entre des mains françaises, américaines ou allemandes. Mais, d'une manière générale il semble que l'on puisse encore considérer comme indiscutable la prépondérance de l'élément anglais au Mexique, dans l'Amérique Centrale et en République Argentine.

Les résultats financiers, en moyenne, ont été, satisfaisants. Pour montrer combien le public anglais suit de près ces valeurs il suffit d'indiquer que les obligations des meilleures d'entre ces sociétés ne se capitalisent pas à plus de 4 à 4 1/2 %. Les compagnies, dont la situation est moins solide, fournissent aux capitalistes des placements entre 5 et 6 %. Les actions, surtout celles des sociétés argentines, ont fait l'objet de mouvements de spéculation de grande envergure. Les actions de la compagnie « Buenos-Ayres Great Southern » ont valu 190 % en 1890, avant la crise Baring, ont faibli dans les années suivantes jusqu'à 90 et sont cotées aux environs de 122, avec un dividende de 7 % régulièrement payé.

Bien entendu les résultats sont inégaux suivant la productivité des lignes et l'habileté de leur administration. Prenons, comme exemple, ce qui se passe en République Argentine : Les compagnies du « Buenos-Ayres Great Southern », « Buenos-Ayres Western Railway », « Buenos-

Agres & Pacific » ont des réseaux rémunérateurs. La compagnie de « l'Argentine North Eastern » se développe progressivement. Les lignes du « Cordoba Central », et de l' « Entre Rios », qui traversent des régions encore insuffisamment mises en valeur, ont des résultats médiocres et n'ont pu dans les dernières années, répartir de dividende à leurs actions ordinaires.

Chemins de fer américains. — La plupart des sociétés de chemins de fer américaines : Union Pacific, Great Northern, Erie, Chicago Milwaukee, Reading, Pennsylvania, etc..., ont leurs titres, actions et obligations, cotés à Londres. Comme la bourse de New-York ouvre à 10 heures, c'est-à-dire à 3 heures de l'heure anglaise il se fait à Throgmorton Street, jusque tard dans la journée des opérations d'arbitrage entre les deux places. Dans la matinée, avant l'ouverture du marché de New-York, les financiers américains ne se font pas faute d'opérer dans leurs propres valeurs sur le marché de Londres.

Un droit de timbre très réduit sur les certificats des titres américains ($1/2$ ‰ au lieu du droit de transfert $1/2$ ‰) (1) facilite ces négociations. Les

1. D'une façon générale le fisc anglais est moins exigeant que le nôtre vis-à-vis des valeurs étrangères : d'une part les fonds d'États paient un droit de timbre de 1 ‰ au lieu de

brokers de la cité espèrent que les transactions en valeurs yankees prendront une ampleur nouvelle dans le cas où les règlements proposés pour restreindre l'activité de la bourse de New-York recevraient une application (1).

Les statistiques anglaises évaluaient en 1910 le montant des capitaux anglais engagés aux États-Unis à plus de 600 millions de livres. Une partie importante de ce total est employée sous la forme de titres chemins de fer. Le nombre de ces titres est très variable puisque Londres vend et achète continuellement sur le marché de New-York. Néanmoins le portefeuille anglais a classé

3 % (août 1913), d'autre part les sociétés étrangères ne sont pas assujetties à l'abonnement ; leurs titres au porteur sont soumis au timbre de 1 %, perçu au moment de la première opération sur le marché anglais. Les titres nominatifs, étrangers aussi bien qu'indigènes, donnent lieu, à chaque transaction, au paiement par l'acheteur d'un droit de transfert de 1/2 %. Les valeurs coloniales sont assimilées aux valeurs étrangères ; seuls, les titres des gouvernements et des municipalités bénéficient d'une réduction de timbre.

A ces droits de timbre s'ajoute, bien entendu, l'Income-Tax (cédules C et D) ; cf. Jèze. *Science des finances*, 1912, p. 883. Le taux actuel de l'Income-Tax est de 1 sh. 2 p. par livre, soit de 6 %.

1. De même après le règlement de la bourse de Berlin en 1896 la spéculation à Londres avait déployé une activité nouvelle.

d'une manière définitive quelques centaines de millions de livres d'obligations (1).

Statistiques du capital anglais employé à l'étranger. — Les Anglais se sont préoccupés de connaître l'importance des capitaux qu'ils emploient à l'étranger et d'en tirer des conclusions et des considérations générales (2). Il est à peine besoin de faire ressortir que les chiffres de la table C n'ont à ce point de vue, aucune valeur d'information. En effet, si les 1.200 ou 1.300 millions de livres de titres coloniaux sont en très grande partie dans les portefeuilles anglais, par contre plusieurs milliards de livres de valeurs étrangères sont cotées à titre purement nominal. Mais d'un autre côté les valeurs mobilières ne représentent nullement la totalité des capitaux anglais qui travaillent à l'étranger. Il faut tenir compte de ceux qui commanditent directement dans chaque pays des industries, des chemins de fer ou des exploitations quelconques.

1. Il est plus réservé en ce qui touche les actions, déconcerté par les secousses violentes et inattendues de la bourse de New-York. En particulier les financiers anglais n'ont pas perdu le souvenir du « corner » de 1901, au cours duquel les actions Northern Pacific furent portées, grâce à des manœuvres spéculatives, de 100 \$ à 1.000 ; la cité, dont quelques membres étaient vendeurs de la valeur à découvert, fut obligée de demander un moratorium.

2. Lire sur la question un article très bien documenté dans la *Quarterly Review*, 1911, par Edgard Drammond.

Par les statistiques fiscales et les enquêtes faites directement dans les différentes contrées (1) les économistes anglais ont évalué à différentes reprises l'ensemble de la fortune britannique placée à l'étranger.

Dans les statistiques les colonies sont considérées comme pays étrangers. Nous avons séparé les résultats dans le tableau suivant qui indique les chiffres révélés par les enquêtes de 1896 et de 1910.

(en millions de £)	Possessions britanniques	
	1896	1910
	—	—
Inde et Ceylan.	294	430
Australasie	323	395
Afrique	333	391
Canada	140	365
Autres possessions.	33	71
	1.123	1.652

1. Les données du fisc permettent d'évaluer pour l'année 1910 les revenus de valeurs étrangères encaissés par les sujets anglais à £ 90 m/m. Les enquêtes contradictoires ont révélé une somme équivalente pour l'ensemble du revenu procuré par les titres de sociétés ayant leur siège social en Angleterre, mais leur exploitation à l'étranger ainsi que par les bénéfices que réalisent au dehors les Anglais résidant en Grande-Bretagne. C'est donc au total une rente annuelle de 4 milliards et demi de francs que touchent les Anglais.

	Etranger	
États-Unis	315	610
Argentine.	117	292
Brésil.	45	105
Mexique.	27	43
Japon.	13	69
Chili	29	44
Égypte.	51	72
Uruguay	23	36
Chine.	26	31
Pérou.	21	29
Cuba	5	23
Europe.	254	151
Autres pays	43	85
	969	1.620

Soit pour l'ensemble des colonies et de l'étranger, un total de £ 2.092 millions en 1896 et £ 3.272 millions en 1910.

Il faudrait encore ajouter à ce dernier chiffre quelques centaines de millions de livres pour les placements privés que ne contrôlent pas ces statistiques ; les Anglais estiment aujourd'hui à près de 100 milliards de francs la somme globale de leurs « investments abroad ».

Avantages de ces placements à l'étranger. — Quelques conclusions sont à dégager de ces statistiques. En premier lieu il faut constater un fait. Bien qu'il n'y ait aucune intervention du Gouvernement dans le mécanisme de l'émission, la col-

laboration des banquiers, des commerçants et des industriels a donné de bons résultats : les placements sont répartis avec méthode et dans l'intérêt bien compris de la nation. Pour se rendre compte que tel n'est pas le pur effet du hasard et de la force des choses, il suffit de remarquer l'importance à peu près équivalente des capitaux employés dans les colonies et de ceux qui commanditent sous une forme quelconque des entreprises à l'étranger. L'effort est évident chez les financiers anglais de maintenir la symétrie.

Tous les pays ne sont pas également favorisés ; la cité finance surtout les contrées d'où la Grande-Bretagne tire les matières premières et les articles d'alimentation qui lui sont nécessaires. L'avantage est double. D'une part les États-Unis, l'Argentine, le Brésil vendent tous les ans en Angleterre des céréales, du coton et de la laine, du café ; il est bon que les créances qui naissent de ce fait à leur profit sur les banquiers et les industriels anglais trouvent, dans les arrérages à payer aux capitalistes de Grande-Bretagne une compensation automatique. D'autre part l'argent que la place de Londres fournit à ces pays sert finalement de moyen pour développer le commerce avec la métropole, assurer la subsistance de la Grande-Bretagne et alimenter les industries nationales (1).

1. Il est très curieux que le chiffre trouvé pour les place-

Les Anglais sont persuadés qu'il y a rapport direct entre la quantité de capitaux exportés annuellement et les chiffres du commerce extérieur. Il semble bien que les faits confirment cette opinion ; depuis 1900 le déficit de la balance commerciale n'a pas augmenté, bien que le mouvement total des échanges ait passé de 21 milliards à 31 milliards de francs (1911) ; il n'a cessé de diminuer durant les dernières années. Ce résultat est dû, pour une grande part, à l'importance des emprunts faits sur le marché de Londres. L'explication en est toute financière : les changes ont une tendance à trouver leur équilibre ; du moment que les pays étrangers réaliseront les fonds résultant d'emprunts faits à Londres en offrant du papier sur l'Angleterre, il faudra, pour créer une demande de traites équivalente, qu'ils achètent plus de produits provenant de Grande-Bretagne. L'exportation anglaise sera donc encouragée.

Il va de soi que les intérêts dus aux détenteurs britanniques de valeurs étrangères améliore sensiblement la balance commerciale. Voici comment

ments anglais en Europe soient inférieurs en 1910 à ce qu'ils étaient en 1896, et cela malgré le perfectionnement des moyens d'investigation. La commandite anglaise, sur le continent, est insignifiante.

Grammond établit le détail du « bilan commercial » de la Grande-Bretagne pour 1910 :

(milliards de francs)

Crédit

Exportation et réexportation de marchandises	13.2
Intérêts sur placements étrangers	4.5
Frêts.	2.5
Bénéfice de banque et de commerce.	1.4
	21.6

Débit

Importation de marchandises	17.1
Nouveau capital exporté.	4.2
Intérêt à payer aux entreprises étrangères.	0.4
	21.7

D'après ces chiffres le montant des sommes prêtées en un an aux pays étrangers est équivalent à celui des arrérages perçus. Ce résultat paraît normal et bienfaisant; sans appauvrir le pays il accroît sa puissance d'action.

Comparaison avec la France. — Ce sont là des conséquences économiques heureuses qui découlent, pour tous les pays, de leurs placements à

l'étranger (1). En particulier la France doit se féliciter de se trouver chaque année créditrice de ce fait de sommes très importantes. Il est possible d'évaluer l'ensemble des valeurs mobilières étrangères possédées par notre épargne à plus de 40 milliards de francs (2). C'est à peu près le chiffre cité plus haut pour l'Angleterre. Des calculs consciencieux, chez nos voisins, ont fait ressortir que cette somme représente à peine la moitié du capital réellement employé en dehors du royaume. Le travail analogue qui consisterait à établir l'importance de l'ensemble de la commande française à l'étranger n'a pas été fait chez nous et les éléments n'en sont pas rassemblés.

Le capital des sociétés dont le siège social est en France et l'exploitation à l'étranger (compagnies de chemins de fer, de métallurgie, de crédit foncier, etc...) est très considérable. De même les sommes d'argent qui circulent dans les différents pays sans être placées dans des valeurs cotées à Paris et qui rapportent néanmoins des intérêts à la métropole, ne peuvent pas être négligeables. De ce double fait il appert que plusieurs milliards de francs fructifient pour nous dans les différents pays du monde sans que les statistiques aient

1. Cf. Thèse d'Arboux, 1912.

2. Le *Rentier*, Alfred Neymarck.

pu encore en fixer l'importance. Nous admettons, cependant, qu'il n'y ait pas de comparaison à établir, sur ce point, avec les chiffres trouvés pour le cas de l'Angleterre, dont la puissance d'expansion est très grande grâce à son émigration et à l'importance de son commerce extérieur.

Nos placements à l'étranger ont servi, comme en Angleterre, le développement du commerce extérieur. A ce point de vue il n'est pas sans intérêt de constater que les chiffres de notre commerce qui étaient restés stationnaires dans les vingt dernières années du xix^e siècle ont considérablement augmenté depuis 1900 en même temps que l'exportation de nos capitaux devenait plus régulière et plus importante (1).

1. Voici les chiffres :

(en millions de francs)				
1900. Importation	{	Articles d'alimentation.	830	} 4.400
		Matières nécessaires à l'industrie	2.738	
		Objets fabriqués. . .	841	
Exportation	{	780	} 4.080	
		1.090		
		1.995		
Colis postaux.		215		
1912. Importation	{	1.693	} 7.950	
		4.652		
		1.605		
Exportation	{	847	} 6.636	
		1.934		
		3.352		
		500		

Ces deux phénomènes ont une corrélation entre eux ; pour le prouver nous répéterons l'explication donnée dans le cas de l'Angleterre :

Lorsque les banquiers français prêtent de l'argent au dehors ils doivent, pour effectuer le transfert des fonds, rechercher des lettres de change sur l'étranger. Il faudra, pour que ces traites existent en grand nombre que les commerçants et les industriels français vendent beaucoup de leurs produits en dehors des frontières.

Malheureusement nos placements n'ont pu jusqu'à présent avoir, au même degré que ceux des Anglais, le caractère d'une commandite industrielle. Nous ne sommes encore exportateurs ni de houille ni d'acier en grande quantité. Nos produits d'exportation sont pour la plupart des objets de confection et de luxe qui ne suivent pas toujours la voie des capitaux que nous envoyons hors de nos frontières. Certains résultats sont même très peu brillants. L'exemple le plus frappant est celui de la Russie qui a reçu plus de 10 milliards de francs d'argent français et qui, en 1912, n'a pas acheté 70 millions de francs (1) de nos marchandises.

1. Les importations sont plus considérables. En 1912, nous avons acheté pour 416 millions de francs à la Russie, principalement du blé, du lin et du sucre.

Le chiffre est faible et ne correspond pas à l'importance des remises que nous avons périodiquement à faire en Russie, du fait des emprunts du Gouvernement ou des chemins de fer. Il semble que le raisonnement que nous faisons un peu plus haut soit en défaut. Mais, en vérité, les intérêts que nous paient annuellement les Russes sont si considérables qu'ils contrebalancent les sommes que nous leur prêtons. Il est possible, en outre, que la France ne puisse fournir facilement les produits qui manquent à la Russie. Celle-ci les achète à d'autres nations qui, à leur tour, sont nos clients et ainsi se solde finalement la balance des échanges.

Dans beaucoup de pays, nos placements ont eu une influence plus directe et plus décisive sur notre commerce ; c'est le cas de ceux que nous avons faits en République Argentine et dans les différentes contrées de l'Amérique du Sud. Notre industrie a largement profité des emprunts souscrits en France par les peuples balkaniques. Enfin les 3 milliards ou plus que le bas de laine a donné aux colonies de l'Afrique du Nord ont été d'un placement fructueux : en 1912 le mouvement de nos échanges avec l'Algérie seule atteint près de 1 milliard et l'excédent au profit de la métropole environ 160 millions de francs.

En outre il ne faut pas oublier que les vieux pays,

en accumulant ainsi des créances sur les jeunes nations, se forgent des armes précieuses pour le jour où celles-ci voudraient leurs livrer un combat trop violent sur le terrain économique.

Émissions nouvelles. — Chaque année des émissions nouvelles viennent grossir le chiffre des valeurs mobilières cotées à la bourse de Londres. Nous avons rassemblé dans le tableau suivant le montant annuel des émissions depuis 1900 jusqu'à 1912. Les chiffres de la première colonne concernent l'ensemble des marchés de Grande-Bretagne et la place de Londres y entre pour la plus forte part. Ceux de la seconde colonne sont relatifs aux émissions faites en dehors du royaume, c'est-à-dire aux colonies ou dans les pays de l'Empire :

Années	Capital émis		Total
	dans le Royaume-Uni	Hors le R. U.	
	£	£	£
1900....	160.000.000	4.500.000	164.500.000
1901....	155.000.000	4.000.000	159.000.000
1902.. .	140.000.000	13.000.000	153.000.000
1903....	101.000.000	7.000.000	108.000.000
1904....	106.000.000	17.000.000	123.000.000
1905....	167.000.000	20.000.000	187.000.000
1906....	102.000.000	18.000.000	120.000.000
1907....	101.000.000	22.500.000	123.500.000
1908....	144.000.000	49.000.000	193.000.000
1909....	155.500.000	25.000.000	180.000.000
1910....	212.000.000	54.000.000	266.000.000
1911....	146.000.000	46.000.000	192.000.000
1912....	169.000.000	42.000.000	211.000.000 (1)

1. Plaçons, en regard de ces chiffres, les totaux pour le marché français : (marché officiel et marché en banque).

Valeur nominale en millions de francs

1910	6.030
1911	4.480
1912	4.630

(Cf. *Le Rentier*, Neymark).

Il faut déduire de ces totaux (la remarque est également vraie, dans le cas du marché de Londres) les conversions et un chiffre assez considérable d'émissions non placées qui chevauche sur chaque exercice. Par contre il y a lieu si l'on veut se rendre compte de la puissance de l'épargne française d'ajouter les titres qu'elle achète à l'étranger et l'argent nouveau qui commande directement les industries ; ainsi plusieurs centaines de millions de francs ont été absorbées depuis peu d'années pour les seuls besoins de l'industrie hydro-élec-

Il est facile de constater, en lisant ces tableaux, combien le chiffre des nouvelles émissions a été réduit pendant les quatre ou cinq années qui ont suivi la guerre du Transvaal. Au contraire, depuis trois ans, il est très élevé, grossi surtout par les besoins des colonies et des pays étrangers. Voici comment se répartissent les émissions faites dans le Royaume-Uni depuis 1910 :

	£		
	1910	1911	1912
Grande-Bretagne .	60.000.000	30.000.000	?
Australie. . . .	13.000.000	3.000.000	?
Canada	37.000.000	41.000.000	?
Inde	18.000.000	5.000.000	?
Afrique du Sud .	3.000.000	4.004.000	?
Divers.	21.000.000	12.000.000	?
Ensemble des possessions britann.	92.000.000	65.000.000	67.000.000
Argentine . . .	23.000.000	16.500.000	?
Brésil.	12.000.000	19.000.000	?
États-Unis . . .	40.000.000	21.000.000	?
Autres pays. . .	40.000.000	43.500.000	?
Ensemble des pays étrangers . . .	115.000.000	100.000.000	102.000.000

trique. Les financiers français estiment que la puissance totale de placement de la France est égale à celle de l'Angleterre. Certains de leurs collègues d'outre-Manche partagent cette opinion (cf. quelques dépositions publiées par la *National Monetary Commission*).

Sur le marché français, d'après les statistiques régulièrement publiées, la proportion des émissions indigènes est sensiblement plus forte. Mais il est très difficile, parmi les valeurs intitulées « françaises » de faire la part entre celles qui sont émises par des sociétés travaillant réellement en France et les autres. Dans tous les cas cette distinction modifierait complètement les totaux respectifs. La vérité est que, dans les deux pays, les besoins nationaux sont assurés pour une grande part par des commandites, directes ou sous forme de sociétés par actions, qui ne donnent pas lieu à des émissions ; les industries sont alimentées, dans ce cas, par des capitaux nouveaux, dont l'apport échappe aux statistiques. Ceci étant, le chiffre annuel des émissions sur les deux places apparaît comme d'autant plus considérable.

A propos des chiffres très élevés de ces émissions une remarque s'impose. Les appels au crédit se font tous les ans plus nombreux et plus pressants sur toutes les places. Par contre la quantité d'or jetée annuellement sur les marchés n'augmente pas et les besoins de l'industrie en absorbent directement une part de plus en plus grande. Il est permis de conclure qu'un malaise, dans l'industrie de l'émission, doit se produire qui ramènera, tout au moins pour un temps, le montant du nouveau papier offert à des proportions

plus modestes. Ce malaise n'a pas manqué de se faire déjà sentir sur le marché de Londres. Pour le premier semestre de 1913 le chiffre des émissions (1) est encore égal au chiffre correspondant de 1912, mais les financiers de la cité ont décidé de faire tous leurs efforts pour diminuer la quantité des nouvelles émissions.

Le phénomène devait tout d'abord se manifester par l'engorgement des underwriters ; ceci est logique et découle du fonctionnement même du système. Il ne faut pas prendre l'effet pour la cause et déduire que l'underwriting est un mauvais procédé d'émission des valeurs ; les faits ont seulement démontré son insuffisance. Les underwriters allègeront peu à peu, grâce au marché de la bourse, leurs positions et se trouveront bientôt en mesure de jouer à nouveau leur rôle. Mais, à côté d'eux et pour leur faciliter la tâche, il faudra que le placement direct par les banques intervienne fréquemment.

1. Constitué surtout par des fonds d'États étrangers (brésiliens, chinois, etc.), des villes étrangères, des émissions canadiennes, australiennes, etc.

Les émissions faites en France pendant le premier semestre s'élèveraient à près de 3 milliards de francs ! (E. Thery. *Economiste Européen*) ; et cependant il y a eu peu de grandes opérations financières. La conclusion heureuse qui peut être dégagée est que les besoins des industries nationales grandissent beaucoup.

CHAPITRE V

COMPARAISON DES SYSTÈMES D'ÉMISSIONS USITÉS A PARIS ET A LONDRES (1).

**Concentration financière en France. — Division
du travail en Angleterre**

Nous avons essayé, dans les chapitres qui précèdent, de dégager les caractères et les résultats de l'underwriting ; l'on a vu que l'underwriting anglais et l'association en participation qui constitue le syndicat français sont deux formes très différentes de procéder à l'émission des valeurs mobilières.

La comparaison des deux systèmes doit être poussée plus loin. Les deux procédés d'émission, en réalité, sont inhérents à l'organisation financière profondément différente des deux pays. C'est ce point de vue que nous allons tenter de mettre

1. Cf. Bagchot, *Lombard Street* (1873 et 1900). *National Monetary Commission* (Enquête américaine de 1910) ; Jaffé. *Das englische Bankwesen* ; Clare. *A Money Market primer* ; Boissière. *Marché officiel de Paris*.

en lumière en montrant la place qu'occupe l'émission dans le mécanisme financier de Paris et de Londres.

I

CONCENTRATION FINANCIÈRE EN FRANCE

Mécanisme du placement en France. — En France, nous l'avons vu, les banques ont été amenées à entreprendre le placement direct; grâce à leurs efforts, la puissance financière du pays se trouve fort concentrée; ces deux résultats, placement direct et concentration, quoique liés l'un à l'autre, doivent être examinés séparément.

Placement direct. — De plus en plus, et à mesure que s'étend le champ d'action de nos grands établissements de crédit, l'épargne recourt aux conseils des banques; il est donc tout naturel que lorsque l'une d'entre elles s'occupe de placer une émission sur le marché, elle se serve de la force de placement dont elle dispose auprès de ses clients. La docilité de ces derniers est d'autant plus grande qu'ils ont toute confiance dans la qualité des titres que leur font ainsi acheter des gens plus qualifiés qu'eux-mêmes pour en apprécier la valeur. La banque, dans bien des cas, n'attend pas que l'on vienne solliciter ses avis; elle n'hésite pas à prendre les devants, et lorsqu'un compte

paraît présenter des ressources disponibles, à lui indiquer des valeurs d'un placement intéressant. Il y a là une intervention directe, soit en faveur d'émissions patronnées par la banque, soit en faveur d'affaires ou de syndicats qu'elle est intéressée à voir réussir ; mais, avant tout, le but de cette intervention est d'obtenir pour les nouvelles émissions un classement qui soit, dès le lendemain de la souscription, aussi parfait que possible. En effet tous les petits porteurs parmi lesquels se disperse ainsi l'énorme montant des valeurs mobilières, — cette poussière de titres, suivant l'expression de Neymark — ne mettent guère leurs titres sur le marché ; le titre est bien classé, et classé dès l'émission, sans recours à des intermédiaires, sans donner lieu à des fluctuations de marché. Le phénomène économique est excellent, et même au point de vue financier, la méthode précise, rapide et efficace a de réels avantages. Elle aurait des inconvénients graves le jour où la bourse, qui se trouve ainsi privée d'une source d'activité très importante, en souffrirait au point de voir diminuer beaucoup l'ampleur de son marché, si nécessaire au bon fonctionnement de la vie économique du pays.

En effet, à mesure que croît le montant du portefeuille français de valeurs mobilières et quelque excellent que soit le classement de ces titres,

il y a toujours place pour des réalisations et des transactions. Des capitalistes ont besoin de vendre, soit pour se créer de l'argent disponible, soit pour acheter des valeurs ou souscrire à de nouvelles émissions. Souvent les banques elles-mêmes conseillent à leurs clients d'arbitrer contre un papier plus avantageux des valeurs qu'ils possèdent : elles ont donc besoin de la bourse.

Le succès des émissions nouvelles dépend beaucoup ou tout au moins peut arriver à dépendre beaucoup de la faculté d'absorption de ce marché ; parmi les différents rôles de la bourse celui qui consiste à faciliter le placement des émissions n'est pas un des moindres. Que le public s'en écarte et perde l'habitude d'y envoyer des capitaux, il y aura forcément une crise financière (1).

Caractère de la bourse de Paris. — A tout bien considérer, il ne semble pas que le marché de Paris donne de tels signes de faiblesse et que sa capacité d'absorption menace de diminuer ; il faut, à ce point de vue, séparer les deux marchés du terme et du comptant.

Il est évident que les transactions à terme ont perdu beaucoup de leur ampleur. Le phénomène s'explique assez naturellement : les grandes valeurs qui étaient autrefois l'aliment habituel de la

1. Sur ce rôle de la bourse, voir Cauwès, *Cours d'Économie politique*.

spéculation se sont classées dans les portefeuilles des capitalistes et ne donnent plus guère lieu qu'à des opérations de moindre importance.

Les fonds d'états les actions et obligations de chemins de fer, se stabilisent plus ou moins à des cours qui paraissent normaux et où, depuis longtemps, le placement classe les titres et ne laisse pas de place à la spéculation. Les crédits des États sont connus de l'émetteur et du public, appréciés à leur juste valeur, et la spéculation n'intervient pas comme autrefois pour fixer le cours du marché.

Les valeurs qui dépendent très étroitement des facteurs variables, telles, par exemple, les sociétés de métallurgie et surtout de mines dont les bénéfices sont influencés par les prix si changeants des métaux seront toujours soumises à des fluctuations, grâce auxquelles la spéculation peut déployer quelque activité. Mais le marché officiel de Paris ne comporte pas beaucoup de ces valeurs ; la plupart des sociétés industrielles, même des plus importantes ont un capital relativement faible et préfèrent que le marché de leurs titres soit exclusivement au comptant. Les titres miniers ne sont admis qu'avec une extrême prudence à cause des mécomptes que peut donner la richesse des gisements (1).

1. Nous parlons du marché officiel car le marché en banque a, pendant plusieurs années, trouvé son principal aliment

D'un autre côté, la bourse de Paris est restée à l'écart du grand mouvement de spéculation internationale qui dans les vingt dernières années a surtout porté sur les titres américains : actions de grandes compagnies de chemins de fer, actions des trusts du tabac, du pétrole, de l'acier. Notre législation fiscale ne se prête pas à l'introduction de ces titres sur le marché, et peut-être n'y a-t-il pas lieu en l'espèce de le regretter beaucoup. Les méthodes des financiers du Nouveau-Monde sont bien hardies pour notre épargne ; celle-ci, à cause des mouvements désordonnés de la bourse de New-York ne se serait sans doute pas rendu un compte exact des ressources prodigieuses des États-Unis ; désorientée par les secousses violentes du marché, elle n'aurait pas aisément profité de la plus-value considérable qui est résultée finalement de la mise en valeur des forces économiques du pays.

Néanmoins, et c'est un point sur lequel il faut insister, le marché à terme avec ses centaines de titres de fonds d'états, de banques, de chemins de

dans la spéculation en mines d'or du Transwal et de l'Australie. Les folies qui ont été faites sur ces titres et les pertes que l'épargne a subies de ce fait ont été pour beaucoup dans le discrédit qui frappe les titres miniers à Paris. Néanmoins la dernière grande valeur de spéculation du marché officiel, le Rio Tinto, est une mine de cuivre.

fer, etc., est encore le théâtre de mouvements importants par suite de changements dans le crédit d'un état, ou dans les affaires d'une société, par suite encore du développement de nouvelles affaires ou de nouveaux pays (1). La position spéculative que reporte le marché de Paris n'est nullement insignifiante ; l'on évalue qu'en moyenne elle peut osciller aux environs de 700 à 800 millions de francs, et parfois dépasse sensiblement ces chiffres. Il faut donc chercher des raisons spéciales qui expliquent l'atonie des transactions à terme : nous les trouverons dans le caractère particulier que revêtent souvent ces opérations.

Lorsqu'une valeur offre des chances de hausse et est par conséquent dans les conditions voulues pour la spéculation, la richesse du marché de Paris permet aisément la constitution d'un groupe de financiers et de capitalistes qui, escomptant les résultats en connaissance de cause ramassent les titres sur le marché. Ils conservent leurs positions patiemment, se contentant de se faire reporter de liquidation en liquidation jusqu'au jour où la pros-

1. Ainsi le développement économique de la Russie dans les quatre dernières années, dû à une succession de belles récoltes, a facilité le relèvement de toutes les affaires russes de banque et de métallurgie. La spéculation russe y a trouvé les éléments de « coups » sensationnels sur les marchés de Pétersbourg et de Paris.

périté de l'affaire leur permettra de mettre les cours au niveau qui leur paraît raisonnable. Tenu ainsi par de fortes mains le titre ne vient pas sur le marché, les prix ne sont pas laissés au hasard de la loi de l'offre et de la demande, en un mot il n'y a pas de fluctuation pour alimenter les transactions quotidiennes. Une fois le titre amené à des cours qui ne laissent plus espérer une forte marge de bénéfice, il sera écoulé par les fortes mains qui s'en étaient emparé. Pour procéder à ces ventes qui seront forcément importantes les groupements ne se contentent pas toujours de la bourse. Les banques, intimement liées aux opérations financières de la place, disposent par leurs guichets d'une force de placement considérable et ne trouvent pas toujours dans les émissions nouvelles de quoi l'utiliser suffisamment. Elles n'hésiteront pas à placer directement dans le public ces titres, d'autant qu'elles en connaîtront mieux la qualité. D'une part cette façon de procéder assainit le marché en décourageant les spéculateurs, d'autre part il faut bien reconnaître qu'elle fausse la loi de l'offre et de la demande et qu'elle réduit l'activité de la bourse (1).

1. L'atonie des transactions est parfois plus apparente que réelle. En effet — que l'on nous excuse d'entrer dans les détails de la technique boursière — les ordres, non plus passés

Grâce au placement hors de la bourse l'indépendance de la finance vis-à-vis du marché est très grande. Séduits par les bons côtés de la méthode, les financiers se sont laissé facilement entraîner par le courant actuel des idées de concentration et d'intervention. Cependant il ne faudrait pas aller trop loin dans cette voie ; les ressources de l'épargne peuvent un jour être provisoirement taries, ou se dérober. La bourse, réservoir de capitaux flottants interviendra forcément en temps de crise ; il n'y a pas avantage à l'appauvrir car son concours sera d'autant plus efficace que son activité aura été entretenue avec plus de soin et qu'elle pourra fournir, grâce à des valeurs intéressantes et à large marché, permettre aux capitalistes étrangers d'apporter leur secours (1).

par des spéculateurs opérant sur le marché, mais ramassés et concentrés dans les différents établissements de crédit sont le plus souvent exécutés au premier cours et n'interviennent plus dans le courant de la séance.

1. Un projet est déposé à la Chambre syndicale. Il propose de supprimer les deux liquidations bimensuelles et de traiter, comme à New-York ou à Saint-Petersbourg, toutes les opérations au comptant. La position spéculative serait à reporter, dans ces conditions, non plus de quinzaine à quinzaine mais de jour en jour par des prêts dénonçables. Il est fort possible que cette manière de faire donnerait plus d'élasticité au marché des valeurs. Elle offrirait, pour la conclusion des opérations de banque de la place, un avantage : celui de per-

Il faut voir un autre aspect de la question : il est bien clair que du moment que les financiers, banquiers ou émetteurs, satisfaits des ressources dont ils ont le contrôle, croient pouvoir s'affranchir de l'aide du marché, ils n'ont aucune raison d'introduire des valeurs au-dessous du cours qui leur paraît normal. Or, des événements imprévus viennent souvent contrarier des études faites avec le plus grand soin et la plus grande compétence ; de là vient peut-être l'explication du fait que depuis quelques années les introductions à terme les mieux patronnées ont été parfois l'objet de baisses sensationnelles. Le public trouve rarement une compensation dans des profits même moyens, pour les raisons indiquées, et l'apport de nouveaux capitaux ne peut qu'être gêné par ces résultats.

Le marché de Paris au comptant, tout au contraire, comparé à tous les autres marchés d'Europe, est le plus actif et le plus puissant ; c'est lui qui répond réellement au caractère de la richesse en France et à son mode de développement économique. Ses opérations sont alimentées, malgré les

mettre de gager par des titres les prêts au jour le jour que les banques se font entre elles ; dans l'organisation actuelle du marché monétaire ces prêts ne sont pas garantis ; il y a là une source de risques considérables.

sommes demandées à l'épargne pour les émissions et le placement direct, par des ressources de plus en plus considérables. Il est de l'intérêt de tous de fortifier, à défaut du marché à terme, ce comptant qui est utile pour soutenir par ses achats les nouvelles émissions ; d'ailleurs la puissance de ce marché est en lui-même ; elle trouve sa source dans les plus-values constantes que la plupart des titres qui le composent ont enregistrées au cours de la prospérité industrielle du pays (1). D'une manière générale, les diverses sociétés industrielles françaises, dont quelques-unes ont eu un essor considérable dans ces dernières années, sont à petits capitaux et leurs titres n'ont un marché qu'au comptant (2), le plus souvent celui du parquet. Si nous ajoutons qu'il y a, au comptant du marché officiel et de la coulisse, les titres de nombreuses sociétés de mines, de métallurgie, de

1. Pour citer un seul exemple la valeur, évaluée au cours de la bourse, des actions des principaux charbonnages du Nord et du Pas-de-Calais, dont plusieurs, il est vrai, n'ont pas leurs titres cotés à Paris, a passé de 600 millions en 1890 à environ 3 milliards de francs en 1912 !

2. A l'opposé de ce qui se passe en Allemagne nos industriels préfèrent garder un capital réduit et augmenter les moyens de productions des usines au moyen des bénéfices. Les actionnaires touchent de moindres dividendes mais l'actif social s'accroît tous les ans, d'une façon progressive.

transports, que la finance française a constituées à l'étranger (1), l'on comprendra que la variété, la qualité et la bonne gestion d'un grand nombre de ces affaires sont autant de facteurs favorables qui maintiennent l'attention des capitalistes fixés sur notre bourse. Le marché des fonds d'états, si peu animé à terme, trouve toujours au comptant, soit au parquet, soit en coulisse, un bon courant de transactions.

Il faut insister sur l'activité grandissante de ce marché du comptant : c'est, croyons-nous, le phénomène financier le plus caractéristique de notre époque ; entre la spéculation qui s'endort ou qui n'a plus grande raison d'être, et le placement hors bourse dont la valeur est discutable, c'est peut-être la forme future que prendront tous les marchés financiers du monde à mesure que l'épargne se disséminera plus, ou si nous employons ce terme qui nous paraît juste : se démocratisera.

Au point de vue qui nous occupe plus spécialement, il est certain que l'existence de cette activité propre au marché est nécessaire dans l'organisme financier ; le succès même des futures émissions de valeurs mobilières en dépend.

1. En particulier en Russie, où nos financiers ont créé plusieurs des plus puissantes sociétés de mines, de métallurgie et de banque.

Concentration financière en France. — Si du placement des émissions nous passons à la préparation et à la mise sur le chantier, nous constatons de nouveau que la France est dans une situation particulière qu'il est intéressant de mettre en lumière.

Le régime français des valeurs mobilières n'est pas protectionniste puisque la législation fiscale s'est toujours efforcée de soumettre les valeurs nationales et les valeurs étrangères à des taxes équivalentes (1) ; mais il est interventionniste en ce sens que l'introduction de nouvelles valeurs étrangères à la cote officielle, soit à terme, soit au comptant, doit être autorisée par le ministre des Finances ; la même formalité est nécessaire (2) pour l'introduction en coulisse de nouveaux fonds d'états étrangers. Il faut en conclure que les grandes banques qui s'occupent de presque toutes les émissions importantes de valeurs mobilières sont nécessairement en rapports suivis avec le gouvernement. Ce contact n'existe nullement en Angleterre.

Bien entendu, il ne s'agit pas en France d'une

1. Cf. Jère, *op. cit.*, p. 893 et suiv.

2. Tout au moins en fait, car, en principe le syndicat du marché en banque n'est pas tenu de soumettre une nouvelle valeur, même un fonds d'état, à l'approbation gouvernementale.

collaboration quelconque entre les banques et l'État, ni même d'une immixtion régulière de ce dernier dans les affaires financières ; en principe, il y a lieu à un simple droit de contrôle que se réserve le ministre des Finances ; en fait, sous la pression de tendances politiques, de questions personnelles, d'intérêts industriels et même financiers, le gouvernement peut être amené à intervenir dans la discussion même et la préparation de l'émission. Nous n'hésitons pas à croire que cette pratique a été facilitée par la concentration de l'industrie de l'émission en France ; c'est parce qu'il y a trois ou quatre établissements qui contrôlent la plus grande partie de la puissance de placement de notre épargne que le contact peut aisément et avec efficacité s'établir entre leurs directions et le gouvernement ; celui-ci, placé comme à Londres, en face d'une vingtaine de banquiers privés et d'autant de banques par actions, ne pourrait ni ne voudrait intervenir de la même façon. Il est inutile de souligner l'importance de cette politique financière, mais nous voudrions indiquer quelles sont, selon nous, les conséquences principales qu'elle doit entraîner.

Conséquences financières. — Elles ne sont pas toujours très heureuses. Les plus habiles financiers des générations précédentes sont toujours restés fermement attachés au principe de leur

complète indépendance, sinon quant à la direction de l'épargne d'un pays, du moins quant à la forme et aux conditions des emprunts. Ils admettaient bien que, pour des motifs d'ordre politique, le marché national ne fût pas ouvert aux besoins de certaines nations, mais ne comprenaient pas que des questions de commandes ou des nominations d'administrateurs vinssent se mêler à des opérations qu'ils ne voulaient faire dépendre que du crédit financier d'un état ou d'une société. De nos jours, dans un pays comme le nôtre, où l'épargne est considérable et constitue une force nationale, il faut, de toute évidence, adopter une politique financière nettement plus interventionniste ; mais il ne faut pas abandonner avec trop de précipitation d'anciens principes fondamentaux appliqués avec succès (1).

A contrarier le libre jeu de l'offre et de la demande de crédit international, nous voyons, au point de vue financier, trois inconvénients :

1° Une grande quantité de valeurs remplissant

1. Il semble toutefois que le simple droit de contrôle de l'État ne puisse avoir que de bons résultats. Ce qu'il faut éviter est une immixtion réelle de l'État dans les affaires financières ; car alors les gouvernements étrangers pourraient, sous la menace de représailles politiques ou douanières, exiger qu'il leur soit accordé des emprunts par les banques. Le système irait contre son but.

des conditions favorables pour un bon placement se trouvent ainsi écartées et parfois les meilleurs crédits, sûrs de trouver accueil auprès des places étrangères, iront tout droit à elles sans se soucier d'être soumis aux formalités et aux restrictions qui les attendent au seuil de notre marché.

2° Ce système financier qui est lié à l'existence d'un monopole de fait dans l'industrie de la grande émission, laisse les conditions des emprunts à la merci de la sagesse de ceux qui jouissent de ce monopole ; ces derniers peuvent se trouver tentés d'en abuser en offrant au public des conditions beaucoup moins avantageuses que celles qu'ils ont obtenues pour eux-mêmes. Ceci dépendra beaucoup de la situation plus ou moins engorgée du marché national.

3° Un des grands avantages et une des fonctions économiques les plus utiles des valeurs mobilières est de donner lieu, spécialement sous la forme de fonds d'états, à des émissions internationales dont les titres cotés à différentes bourses sont des instruments d'échange entre les pays ; les valeurs mobilières rendent ainsi des services précieux en cas de balance commerciale défavorable, de crise économique ou politique, ou de guerre. Les marchés qui ne sont pas atteints soutiennent par leurs achats les places qui le sont le plus. L'on a été étonné, au cours des dernières difficultés politi-

ques, que l'Allemagne ait pu subir sans trop de gêne les retraits importants de capitaux effectués chez elle, particulièrement de la part des banquiers français. Le marché de New-York, où la spéculation depuis quelques années est beaucoup moins active et emploie moins de ressources, a dû sans doute lui prêter quelque appui ; mais les ventes de titres étrangers, américains et italiens pour la plupart, ont joué un rôle de première importance dans ce résultat. Les financiers italiens estiment que plus d'un milliard de francs de leurs seules valeurs ont été vendues par les capitalistes allemands et rachetées par l'épargne nationale (1).

A mesure que l'introduction des nouvelles émissions se trouvera soumise à un contrôle plus suivi de la part du Gouvernement, on peut prévoir qu'un double phénomène se produira : plus les pays auront un marché national important, c'est-à-dire seront dans les meilleures conditions pour reprendre en temps de crise leurs valeurs placées au dehors, plus ils hésiteront à soumettre leur

1. C'est ainsi que peut s'expliquer la faiblesse du change italien sur les places étrangères. La « lire » a perdu pendant le premier semestre de 1913, jusqu'à 2 1/2 % sur le franc. La balance commerciale défavorable ne suffit pas à expliquer cette faiblesse d'autant qu'elle est largement compensée par les dépenses des touristes et les envois d'argent des émigrants.

amour-propre aux exigences de notre contrôle — sauf, bien entendu, lorsqu'ils seront assurés, comme dans le cas de la Russie, d'un accueil et d'un encouragement certains — ; d'autre part, nous aurons de plus en plus sur notre marché des emprunts ou des tranches d'emprunts réservés, qui ne pourront se traiter sur les autres places ; il faudra l'exiger ainsi, sinon les conditions imposées par le Gouvernement, qui peut vouloir limiter l'importance de la somme pour laquelle il donne la cote, seraient facilement tournées par la voie de l'arbitrage (1). Ainsi, de toutes les façons, se trouve diminuée la négociabilité des nouvelles valeurs mobilières qui sont offertes à notre épargne et à nos capitaux : c'est là le plus grave des inconvénients que nous ayons signalés. A cause des conséquences économiques qu'il peut entraîner il mérite une sérieuse considération.

Il serait injuste de ne pas ajouter que même au point de vue financier, en regard de ces inconvénients, l'intervention en matière d'émission procure de réels avantages ; elle agit, sinon comme un contrôle absolu, du moins comme un précieux

1. L'arbitrage en valeurs est l'opération qui consiste à acheter un titre sur une place et à le revendre sur une autre. Le nombre des arbitragistes, les facilités offertes par le téléphone et le télégraphe font que les cours se nivellent de nos jours presque instantanément.

encouragement et grâce à elle, l'épargne du pays s'emploiera plus volontiers ; en outre, du fait même du contrôle de l'État, les intérêts financiers sont plus efficacement protégés chez nous que dans tout autre pays. En effet, en refusant de coter un emprunt d'un état qui n'a pas veillé dans la mesure de ses moyens au service de sa dette, ou les titres d'une société qui n'a pas réglé un arriéré, le Gouvernement peut peser d'un grand poids sur la politique financière de nos débiteurs.

Conséquences politiques. — Grâce à la concentration entre quelques établissements de la puissance de placement de l'épargne et grâce aux rapports que ces établissements doivent entretenir avec le Gouvernement, celui-ci pourra dans une certaine mesure, lorsqu'il le jugera utile, diriger le bas de laine national de manière à servir sa politique extérieure. Les questions financières jouent un rôle de plus en plus considérable dans la vie des nations et il y a là une arme sérieuse que notre système financier met à la disposition du pays (1).

Conséquences économiques. — Depuis plusieurs années, lorsqu'un emprunt étranger est émis en France, les industriels du pays s'efforcent d'en profiter pour obtenir des commandes de l'état à

1. Cf. note, p. 234.

qui notre épargne prête son argent. Spécialement lorsque les ressources qu'il s'agit de fournir sont destinées à couvrir des dépenses militaires ou navales, il paraît tout indiqué, à qualité de marchandises égales, qu'une partie au moins des commandes profitent à notre industrie, particulièrement notre industrie métallurgique ; ces dernières d'ailleurs sont puissamment organisées en groupements qui n'hésitent pas à intervenir directement dans les négociations et les discussions des opérations financières. Cette coopération financière et industrielle est donc un phénomène qui est dû au moins autant à la concentration dans les grandes industries, qu'à la concentration dans la puissance de placement. C'est d'ailleurs cette forme d'intervention que même les plus éclairés parmi les financiers ont très vivement et très longtemps combattue à cause des entraves et de la gêne qu'elle apportait à la discussion financière des opérations.

Il semble que ce soit là une vue trop étroite de la façon dont les organes économiques d'une nation doivent travailler dans un but commun ; cette politique de coopération, en effet, rend les plus grands services aux intérêts qui sont engagés, son action est plus efficace que celle d'un tarif protecteur ou de primes à l'exportation. Elle n'autorise aucunes représailles puisque nous n'empruntons jamais à l'étranger. Tout au plus

peut-elle avoir l'inconvénient d'écarter de notre marché des emprunteurs sérieux qui ne jugeront pas digne de traiter dans ces conditions ; aussi, pour n'être pas déplaisante et maladroite, l'intervention doit-elle être faite avec souplesse et le moins officiellement possible ; il vaudrait même mieux qu'elle ne fût pas publique. Enfin il va sans dire qu'un emprunt doit toujours être une opération financière, bonne en elle-même, et non pas un prétexte à des commandes industrielles : la sûreté du crédit, la qualité des gages, les plus-values de recettes sont des conditions essentielles, le reste est l'accessoire.

Les résultats financiers, politiques et économiques produits par la concentration aux guichets de quelques établissements de la plus grande partie (1) de la puissance de placement en France, constituent ce qu'il y a de plus saillant et de plus caractéristique dans notre organisation financière. Ils méritent d'être signalés comme un des faits économiques importants de notre époque.

Ces résultats, dans leur ensemble favorables, sont dus à l'importance de l'épargne, au tempé-

1. Ce serait une erreur de croire que les grands établissements de crédit contrôlent la quasi-totalité des placements de l'épargne, Ils en contrôlent seulement une proportion assez forte — la moitié peut-être — pour que leur influence dans les grandes opérations financières soit prépondérante.

rament spécial du public français qui veut être guidé et conseillé dans le choix de ses valeurs, aux sommes considérables placées en fonds étrangers. Mais surtout ils sont facilités — pour ne pas dire produits — par la façon dont joue, en France, le mécanisme de l'émission.

II

DIVISION DU TRAVAIL A LONDRES

Ces caractères n'existent pas sur le marché de Londres. La pratique de l'underwriting a pour résultat immédiat de permettre aux banques de se tenir à part du mécanisme de l'émission ou, plutôt, d'intervenir seulement en accordant des avances aux underwriters.

De même que des conséquences, particulières et intéressantes, découlent du système d'émission usité chez nous, de même on aperçoit les traits caractéristiques du marché de Londres en examinant de près le mécanisme de l'underwriting. En effet l'existence de l'underwriting n'est possible que grâce à la puissance du marché monétaire de Londres et son fonctionnement est la manifestation la plus claire du principe de la division du travail qui règne dans la Cité. Grand marché monétaire et division du travail, telles

sont bien les deux caractères les plus saillants de l'organisation financière de Londres.

Il ne convient pas ici d'insister sur le premier de ces caractères qui provient directement de l'importance des dépôts dans les joint stock banks (1) et du fait que Londres est un marché libre de l'or. Au contraire il est nécessaire, au cours d'une étude sur l'underwriting, de donner un aperçu général de la répartition du travail dans la Cité, puisque la véritable originalité du système d'émission que nous étudions consiste à s'adapter parfaitement au rôle qui lui est assigné dans la communauté financière.

Il est très probable que ce ne sont pas les événements seuls, la force des choses et le développement historique qui ont produit une telle organisation : les banquiers privés, nous l'avons vu, ont eu la direction des affaires financières depuis le début du xix^e siècle ; ils se sont établis de plus en plus nombreux à mesure que Londres s'affirmait

1. Cf. chapitre I^{er}. Le fait que les dépôts dans les banques anglaises sont beaucoup plus importants que dans les nôtres s'explique tout naturellement : les opérations de banque en Angleterre se traitent depuis la fin du xvii^e siècle tandis qu'en France elles ont à peine cent ans d'existence. Ainsi, par tradition et par tempérament, les Anglais ont une confiance innée dans les dépôts de banque et les règlements par chèques. Le paysan français, jusqu'à présent, a toujours préféré les valeurs mobilières et les règlements par le numéraire.

comme une grande place financière à l'abri de toute invasion étrangère, au centre d'un commerce et d'une industrie prospères. Représentant les meilleurs noms et les plus grandes capacités de la finance, ils ont voulu créer un organisme excellent dont les rouages fussent parfaits et qui pût être donné comme exemple pour l'ampleur de son développement et le détail de son fonctionnement. En somme, les Anglais, à proprement parler, n'ont pas innové en la matière, ils se sont adaptés à l'organisation financière qui leur était offerte ; elle leur paraissait bonne puisque grâce à elle, chaque jour, dans un espace réduit — la cité financière proprement dite n'est guère plus vaste que deux fois la place de la Concorde — se font avec précision de dix heures à cinq heures les affaires financières de l'Angleterre et d'une bonne partie des deux mondes.

Organisation de la cité. — *Joint stock banks.*

— Nous voudrions seulement rappeler ici les traits saillants de chacun des groupements qui participent à cette activité et montrer comment ils coordonnent leurs efforts.

Il y a tout d'abord les « joint stock banks » qui sont en principe des caissiers : elles reçoivent les dépôts et paient les chèques. Entre elles les règlements s'effectuent tous les jours par l'intermédiaire de la Chambre de compensation (Clearing

House) (1). Toutes les banques de la place, sociétés anonymes ou banques privées, qui ne sont pas du Clearing House doivent avoir, parmi ses membres (2), un représentant qui se charge de leurs services de caisse. Directement ou indirectement, tous les paiements effectués à Londres par chèque, et c'est l'énorme majorité, se résolvent donc dans les quelques balances débitrices ou créditrices des banques du Clearing House, et ces balances se soldent entre elles, suivant le principe des chambres de compensation.

Les joint stock banks, grâce à la formation spéciale de leur capital, offrent une garantie additionnelle à leurs créanciers : elles n'appellent qu'une faible partie du nominal des actions et de ce fait, conservent une réserve latente très importante (3).

1. Cf. Howarth. *Clearing House*.

2. Nous donnons ci-dessous la liste des membres du Clearing House ; les nouveaux venus ne sont pas facilement admis ce qui confère aux banques suivantes une sorte de monopole :

Bank of England	Metropolitan Bk Ltd
Barclay & Co Ltd	National Bk
The Capital & Counties Bank, Ltd	National Provincial Bk of England
Glyn, Mills & Co	Ltd
Lloyds Bk Ltd	Parr's Bk Ltd
London & County Bk Ltd	Robarts, Lubbock & Co.
London Joint Stock Bk Ltd	Union of London & Smiths Bank,
London City & Midland Bk Ltd	Ltd
London & Westminster Bk Ltd	William's Deacon's Bank, Ltd
Martin's Bk Ltd	

3. Nos banques libèrent en général leurs actions ; il leur est indispensable de le faire lorsqu'elles veulent créer des titres au porteur dont le classement est plus facile, en France, que

Il est facile de s'en rendre compte en examinant le tableau « B » (1). Nous avons indiqué dans le premier chapitre de cet ouvrage les chiffres des dépôts; ceux-ci sont composés de dépôts fixes sur lesquels un intérêt est bonifié par la banque et de sommes placées en compte courant, pour lesquelles, en principe, aucune rémunération n'est due (2); c'est cette dernière forme de dépôt qui donne surtout lieu à l'émission et à l'échange des chèques. Bien que les banques anglaises n'aient pas l'habitude de publier de détails au sujet de ces comptes l'on estime que la proportion des dépôts non rétribués est très forte. Il y a là pour l'ensemble des joint stock banks anglaises une source de bénéfices considérables qui consolident encore leur situation (3).

Pour employer leurs ressources les joint stock banks doivent prendre du papier à l'escompte et accorder des avances sur titres. Elles font l'un

les titres nominatifs. Toutefois la Société Générale n'a appelé que la moitié du montant de ses actions et le Crédit industriel le quart, minimum exigé par la législation française.

1. P. 30, 3^e colonne.

2. Nous disons en principe car parfois, surtout pour des correspondants étrangers, un léger intérêt est bonifié.

3. Nous avons vu, dans les chapitres précédents, que le champ d'action de ces banques s'étendait de plus en plus. Presque toutes ont, dès maintenant, une succursale à Paris.

et l'autre par l'intermédiaire des *bill-brokers* et des *stock-brokers*.

Bill-brokers. — Ce ne sont pas de simples courtiers, mais bien les intermédiaires qui, dans l'organisme financier de Londres, ont pour mission d'escompter le papier commercial qui vient sur la place. Dans la première moitié du xix^e siècle, avant le développement des grandes banques, les *bill-brokers* étaient en rapport avec les différents banquiers de province; ils achetaient par exemple le papier dans les centres industriels et commerciaux et l'envoyaient à l'escompte dans les riches comtés agricoles de l'Ouest et du Sud-Ouest (1). De nos jours leur raison d'être subsiste; spécialisés dans la branche de l'escompte, ils connaissent le papier commercial beaucoup mieux que les banques; tout en rendant service à ces dernières ils peuvent donc pour les traites de premier ordre accorder à leurs clients un taux de faveur et faire ainsi une certaine concurrence aux grands établissements.

Ceux-ci ne tiennent pas, d'autre part, à augmenter dans une trop grande mesure le chiffre de leurs portefeuilles; ils n'ont pas intérêt à le faire : c'est une règle générale dans la cité, qu'une grande banque de dépôts, pour conserver un cré-

1. Cf. Jaffé, p. 108, *op. cit.*

dit hors pair, ne doit jamais donner du papier à réescompter à la Banque d'Angleterre. Il vaut donc mieux, pour les banques, prêter de l'argent aux billbrokers sous la forme d'avances dénonçables sans préavis (on call) ; ceci leur permet, en cas de besoin, d'exiger le remboursement de leurs avances, remboursement que les maisons d'escompte pourront effectuer en portant leur papier précisément à la Banque d'Angleterre. C'est un moyen indirect pour les banques de recourir à la réserve or du grand établissement central (1).

Les bill-brokers y seront souvent obligés, d'autant que, travaillant avec de l'argent qui leur coûte un intérêt et escomptant à un taux relativement bas, elles sont doublement désavantagées par rapport aux banques et ne peuvent constituer, comme celles-ci, des réserves disponibles en même temps qu'improductives. Ils cherchent de leur côté à

1. La Banque d'Angleterre intervient donc surtout comme régulateur et modérateur du marché. Lorsque l'offre de papier se fait trop pressante et que sa réserve de billets ou d'or diminue, la Banque se défend en élevant le taux de son escompte. Il est bien rare qu'elle ne puisse ainsi protéger et même augmenter son encaisse. En 1907, au plus fort de la crise, son encaisse était tombée le 7 novembre à £ 28.700.000 et sa réserve à 35 %. Elle porta le taux de son escompte jusqu'à 7 % et dès le 11 décembre la réserve était de 47 % et l'encaisse de £ 34.100.000. (Cf. *National Monetary Commission*).

avoir des dépôts, soit de la place, soit de l'étranger, et lorsqu'ils n'ont pas emploi de toutes leurs ressources dans les opérations d'escompte, font des prêts en bourse ou prennent part aux opérations d'underwriting. Dans cette branche d'activité, comme dans les autres, une certaine concentration s'opère de nos jours. Parmi les 20 ou 25 bill-brokers qui travaillent dans le marché de Londres, trois ou quatre sont constitués en sociétés par actions, et l'une d'entre elles, la National Discount Company, est un établissement considérable au capital de plus de 100 millions de francs. Évidemment, un organisme de cette importance se rapproche beaucoup d'une banque; néanmoins, il en diffère par le fait que les bill-brokers ou plutôt alors les « Discount Houses » font réescompter leur papier d'une manière courante soit par les joint stock banks, soit par la Banque d'Angleterre.

En somme le bill-broker intervient surtout aujourd'hui en tant qu'instrument de simplification du travail d'escompte; les banques, lorsqu'elles ont besoin de lettres de change, trouvent toujours chez lui du papier commercial déjà soigneusement étudié.

Il est difficile d'évaluer le montant du papier tenu par l'ensemble de ces maisons d'escompte; les estimations des gens les plus compétents portent ce chiffre à environ £ 100 millions. Leur rôle

est donc encore très important ; néanmoins il ne faut pas perdre de vue que leurs opérations reposent en grande partie sur la connaissance personnelle qu'ils ont des crédits et des traites. A mesure que les courtiers privés seront remplacés par des sociétés anonymes ils répondront moins à cette fonction spéciale et leur caractère particulier s'estompera peut-être ; en outre, leur existence est surtout maintenue et encouragée par les banques puisque celles-ci ne veulent pas dans les conditions actuelles du marché avoir à faire tout l'escompte de la place ; mais qu'elles viennent à constituer des réserves métalliques, à accroître encore le montant de leurs dépôts, elles pourront avoir le désir de supprimer des intermédiaires qui leur font parfois concurrence ; il leur suffira de retirer l'argent qu'elles avancent à ces maisons et d'abaisser le taux d'escompte du marché pour leur rendre le travail très difficile. Dans ce domaine encore nous pouvons considérer que la concentration des joint stock banks produira des effets nouveaux.

· A côté des bill-brokers qui s'occupent des opérations d'escompte, les stock-brokers sont les intermédiaires entre la bourse et la communauté financière.

Brokers et Jobbers. — Ces intermédiaires se divisent en deux classes distinctes. D'une part les

stock-brokers sont les agents analogues à ceux que nous connaissons sur le continent ; ils exécutent pour leurs clients, banquiers ou particuliers, les ordres d'achat ou de vente de valeurs, en prélevant un droit de courtage sur ces opérations.

Les jobbers, d'autre part, sont une curieuse spécialité du marché de Londres. Ce sont des agents qui n'ont aucun rapport avec le public. Ils n'ont affaire qu'aux brokers, auxquels, en se portant toujours preneurs ou vendeurs des valeurs qui constituent le marché, ils permettent d'exécuter les ordres de leurs clients.

Les différents titres de la cote sont répartis entre les jobbers et, au lieu de traiter les transactions entre eux, suivant la méthode usitée, sur le continent, les brokers vont directement trouver les jobbers spécialisés dans la valeur qu'ils ont à négocier ; sans indiquer dans quel sens ils ont à opérer, ils reçoivent l'indication des prix auxquels le jobber est acheteur et vendeur. Toutes les opérations de la bourse de Londres doivent se traiter de cette façon.

Entre les deux prix cotés par le *jobber*, il y a toujours une certaine marge. En effet, puisque le *dealer* (1) est obligé de traiter aux cours qu'il mentionne, il est bien forcé de maintenir un écart

1. Mot qui est synonyme de *jobber*.

entre l'offre et la demande ; grâce à cet écart il pourra, dans un marché animé où des brokers auront à acheter et d'autres à vendre, se défendre facilement, prenant à la limite basse et donnant à la limite élevée. Lorsqu'il y a plusieurs jobbers pour une même valeur le broker s'efforcera de les mettre en concurrence et d'obtenir ainsi des prix plus rapprochés. Les écarts varient beaucoup suivant la facilité avec laquelle le jobber est assuré de défaire son opération, c'est-à-dire suivant l'ampleur du marché de chaque valeur. Pour les consolidés anglais, l'écart sera de $1/8$ % ; le cours par exemple sera coté 74-74 $1/8$ c'est-à-dire que le jobber achète à 74 et vend à 74 $1/8$; pour des rentes étrangères courantes comme le Russe, 4 $1/2$ %, ou l'Argentin 4 % mixte, l'écart sera de $1/2$ % et les cours respectifs par exemple 99-99 $1/2$ et 85-85 $1/2$. Au contraire, dans le cas des valeurs classées ou peu courantes, le jobber qui risque de ne pas trouver facilement à se dégager prendra des marges importantes. Le Russe 3 % 1859 cotera 74-77 ; l'Argentin 5 % 1884 cotera 100-102. Plus l'écart est large, plus grande est la chance du jobber de faire un beau bénéfice.

Les actions des sociétés anglaises sont souvent au nominal d'une livre ou même de quelques shillings ; le prix est alors indiqué, non pas en tant

pour cent, mais en tant effectif. Entre le cours de l'achat et celui de la vente, il y aura, suivant le cas, si le titre vaut quelques livres, $1/8$ ou $1/16$ de livre ou si le prix est très bas — une trentaine de shillings ou moins — des écarts de quelques pence. Le jobber n'a qu'un bénéfice minime par titre, mais il se rattrape par la quantité car dans un marché quelque peu actif c'est souvent par milliers que se traitent ces petits titres.

Le cours réel de la valeur est le prix moyen entre les deux cours d'achat et de vente. Lorsqu'un papier est coté 95-97, son prix, dans l'esprit des jobbers et dans leurs négociations mutuelles, est 96, de sorte qu'ils comptent aussi bien en achetant qu'en vendant faire un bénéfice. Par contre, les risques de ces courtiers sont assez grands, car ils se trouvent continuellement en spéculation, soit à la hausse, soit à la baisse. Ils peuvent être débordés par des offres ou par des demandes soudaines et n'avoir pas la faculté de se couvrir sans perte.

L'intervention du jobber facilite les négociations sur le marché de Londres en divisant le travail des intermédiaires. Le nombre de ces derniers est si considérable, la quantité de valeurs et l'activité des transactions tellement grandes que, si les brokers devaient se rechercher entre eux, la complication serait extrême. Évidemment, du fait de

cette organisation, le public doit sous une forme ou sous une autre subir deux courtages ; mais sans jobber, les demandes et les offres de valeurs agiraient beaucoup plus brusquement et, selon toutes probabilités, le marché paierait finalement beaucoup plus pour l'exécution des ordres.

La façon dont ils interviennent dans les opérations de la bourse oblige les jobbers à posséder en portefeuille des quantités plus ou moins considérables des titres qui sont leur spécialité ; rarement leur capital y suffira. Il sont donc obligés de s'adresser aux banques afin d'obtenir des avances.

Les brokers, de leur côté, ont des positions importantes, pour leur clientèle, qu'ils doivent reporter de liquidation en liquidation ; ils y emploient leur capitaux propres, mais n'ont pas comme les agents de change à Paris des dépôts de particuliers et de sociétés industrielles. Il faut donc qu'ils recourent également aux avances des joint stock banks. Il y a près de 3.500 brokers et jobbers sur la place de Londres, dans une proportion qui peut être de 1/3 de brokers et de 2/3 de jobbers. Une moyenne de 250.000 francs de capital pour chacune de ces maisons représentant assez exactement leur fortune, on trouve, de ce fait, un peu moins de 1 milliard de francs, dont le marché de la bourse dispose : ce n'est guère plus du quart de l'ensemble

de la position spéculative du Stock Exchange (1) ; le reste, c'est-à-dire plusieurs milliards de francs, est fourni d'abord par les foreign bankers qui ont toujours pour le compte des capitalistes du continent des fonds importants à employer en report ; ensuite par les merchant bankers qui, grâce aux émissions importantes qu'ils font pour le compte de sociétés de chemins de fer, de gouvernements étrangers, etc... ont souvent des sommes considérables à leur disposition et enfin très principalement par les joint stock banks.

Les banques anglaises sont donc amenées, en fin de compte, à mettre beaucoup de leurs ressources au service de la spéculation, mais elles le font par l'intermédiaire des brokers qui interviennent à la fois comme spécialistes dans la connaissance des valeurs et comme garants sur toute leur fortune de la bonne fin des opérations d'avance.

En comparant à ce point de vue la situation des banques en France et en Angleterre, nous sommes tout d'abord frappés de l'importance considérable des engagements spéculatifs pris à la bourse de Londres. Le chiffre que nous avons cité dépasse

1. Les financiers anglais évaluent la position, en moyenne, entre trois et quatre milliards de francs. Ces chiffres sont peut-être un peu exagérés.

considérablement celui qui a été indiqué précédemment pour notre marché (1). Toutefois ceci ne correspond pas tout à fait à la réalité ; il se fait, dans chaque établissement de crédit en France, des opérations d'avance sur titres qui ont de véritables engagements spéculatifs comme contre-partie et qui grossissent d'autant la position réelle du marché. Le rôle de la spéculation au comptant devient chez nous de plus en plus grand ; les innombrables clients de nos banques achètent des titres sur lesquels ils se font avancer de l'argent. Ces opérations au comptant ne sont pas usuelles en Angleterre, où il n'existe guère de comptant spéculatif hors bourse.

Comme dans les affaires d'escompte et comme dans les affaires d'émission, les banques préfèrent ne pas prendre tous les risques et tout le travail ; elles prêtent de l'argent au broker qui a des positions pour ses clients : solidarité et division du travail, nous en revenons toujours à ces caractères prédominants du marché de Londres.

Merchant bankers. — Dans cette division du travail le rôle départi aux merchant bankers est celui de préparer les émissions. Ces banquiers privés sont en principe des maisons d'acceptation, c'est-à-dire les fournisseurs d'escompte de la

1. Voir la première partie de ce chapitre.

place (1). Nous avons vu qu'ils sont apparus dans la deuxième moitié du XVIII^e siècle — de cette époque datent encore quelques-uns des plus importants : Rothschild, Baring, Ralli, etc., — et que grâce à plusieurs circonstances favorables, ils prirent peu à peu en mains la préparation des grandes émissions : acceptations et grandes opérations financières sont encore leur domaine propre. Par l'un et par l'autre, ils font étroitement corps avec l'organisme financier de Londres. Revêtues de la signature d'un banquier connu, les traites circulent facilement et seront prises à l'escompte au taux le plus favorable :

Les *merchants*, pour traiter les opérations financières, offrent à la place l'avantage de leurs relations à l'extérieur et dans tous les groupements financiers, leur situation acquise, les traditions et la compréhension des affaires, enfin la souplesse d'une activité privée plus rapide à se mouvoir et plus apte à prendre les décisions qu'un organisme administré par plusieurs personnes. Ils ont toujours eu le souci de ne pas négliger les opérations de banque pure et de conserver quelque clientèle commerciale ; en rapports d'affaires suivis avec les courtiers d'escompte et de bourse, ils pratiquent en outre sur une grande échelle toutes

1. Ils jouent, dans ces opérations, le rôle du tiré ; les bill-brokers celui d'endosseur.

les opérations de change. Représentants du marché financier de Londres auprès de l'étranger, ils se sont peu à peu, sans pacte, et par une division en quelque sorte spontanée, réparti les différents champs d'affaires où leur activité pouvait s'exercer. Pour n'être pas absolument précis, ce dernier phénomène est néanmoins bien caractéristique des tendances et de la méthode de travail de cette place financière.

A côté des *merchant bankers*, certaines banques par actions importantes remplissent exactement le même rôle. Comme eux, elles acceptent pour leurs correspondants étrangers ou coloniaux, comme eux, elles entreprennent des émissions et plus qu'eux encore, elles sont spécialisées dans leur domaine propre : la London & Brazilian Bank et la London & River Plate Bank pour l'Amérique du Sud ; la Hong-Kong & Shanghai Banking Corporation pour la Chine, l'Anglo-Égyptian Bank pour l'Égypte, etc., et, en outre, toutes les différentes banques coloniales.

Ces banques sont en relations très étroites avec les *merchant bankers*. Depuis que l'importance de leurs opérations commerciales devient considérable, elles ont une tendance à s'y consacrer entièrement, en laissant plutôt aux *merchants* le soin des opérations financières.

Le fait que les *merchants*, maisons privées,

aient pu subsister durant plusieurs générations successives, prouve bien qu'ils sont nécessaires à l'organisme financier de Londres. Par leurs opérations de banque pure ils gardent un contact avec le marché. Après les embarras de la maison Baring en 1890, la confiance du public dans les banques privées fut ébranlée et il était facile de les écarter du marché ; il n'en fut pas question ; bien au contraire, toutes les banques prêtèrent leur aide à la reconstitution — sous la forme d'une société par actions — de la grande banque d'affaires, et depuis, le nombre et l'influence des merchant bankers se sont accrus. Quoique presque tous d'une origine étrangère, ils sont une manifestation du traditionalisme anglais (1).

Dans la constitution actuelle du marché de Londres, ils se sont réservés le rôle le plus actif et le plus intéressant. Si nous voulions transporter sur l'aride terrain de la finance les amusantes fantaisies biologiques de Spencer nous dirions que, dans le corps de la Cité, les merchants constituent la tête. Leur situation acquise est très forte ; ils perdront sans doute peu à peu du terrain devant les joint stock banks ; nous avons vu que celles-

1. Pour compléter la description de la cité il nous faut encore mentionner les *foreign & banks bankers* (banques étrangères), occupées surtout à des opérations d'escompte et de change.

ci, après avoir acquis une suprématie dans presque tous les domaines du marché, devaient songer à prendre pied dans celui de l'émission des valeurs. Mais le marché de Londres gardera encore longtemps sa physionomie générale.

CONCLUSION

L'underwriting est intéressant à connaître et à étudier. Il est une des plus anciennes traditions financières, conservée depuis un siècle sur les bords de la Tamise, et nous ramène, presque sans détours, aux opérations des Hollandais du xvii^e et xviii^e siècle.

L'underwriting est un système d'émission normal et logique : il consiste à donner à l'émetteur la garantie, ce qui le dispense de s'assurer le placement autrement que par la bourse. Il devient inutile lorsque, comme c'est le cas en France, l'émetteur n'a pas besoin de cette garantie puisqu'il est assuré du placement.

C'est un système d'émission coûteux, car la commission est toujours importante, mais extrêmement général. Il peut s'adapter à tous les pays et aboutit forcément à l'organisation d'un ensemble financier qui se suffit à lui-même ; la bourse y joue son rôle d'entrepôt de valeurs où le public qui désire placer son argent doit venir puiser.

L'underwriting fait partie intégrante du marché de Londres, bien qu'il ait une tendance à perdre de plus en plus de sa généralité. Cet affaiblissement provient d'une raison financière et d'une raison économique : d'une part les *merchants* perdent dans la Cité un peu de leur influence — ceci, croyons-nous est dû pour beaucoup au caractère différent des opérations de change ; d'autre part le mouvement de concentration dans les grandes banques anglaises est achevé. Le sort de l'underwriting est lié à celui du montant des émissions nouvelles ; si celles-ci ne diminuent pas, les banques devront s'occuper du placement des émissions d'une façon de plus en plus énergique.

La pratique de l'underwriting permet au marché financier de s'isoler et de conserver toute sa liberté ; ceci produit un double résultat au point de vue de la situation qu'occupe, dans la finance internationale, la Cité : d'un côté celle-ci en retire pour elle-même un surcroît de puissance, — l'étranger préfère toujours emprunter à Londres plutôt qu'à Paris ; de l'autre la force financière de la nation n'est pas mise aussi directement que chez nous au service des intérêts politiques et économiques du pays. Toutefois, même à ce dernier point de vue, l'examen de la cote de Londres a montré que l'underwriting avait donné de bons résultats.

De nos jours les Anglais aperçoivent très bien

les avantages que notre politique et notre industrie retirent de la concentration de la puissance de placement en France. Il y a là un mouvement d'idées qui agira sur la politique des *joint stock banks*. D'ailleurs, à mesure que l'épargne se disséminera plus, elle ira d'elle-même aux guichets des banques plus volontiers que chez les *brokers*. Les deux systèmes d'émission de valeurs, underwriting et placement direct, existeront côte à côte et travailleront parallèlement.

De même il y aurait lieu chez nous de se féliciter si le marché de la bourse, suffisamment élargi, pouvait absorber directement une partie des émissions nouvelles ou tout au moins permettre aux émetteurs de conserver le contact du marché. Le problème est délicat et dépend beaucoup de la valeur des intermédiaires.

L'underwriting est une manifestation de la division du travail sur le marché de Londres. C'est à ce point de vue qu'il nous intéresse surtout. Un jour viendra, sans doute, où l'accroissement des dépôts dans nos banques et le développement des moyens de crédit créeront, à Paris comme à Londres, un grand marché monétaire, c'est-à-dire un grand ensemble de fonds disponibles que banques et banquiers peuvent employer sous la forme d'avances. Ce jour-là, nous aurons avantage, dans l'organisation du travail, à nous inspirer du même

esprit de solidarité et de méthode ; le marché de Paris, sans rien perdre de ses caractères propres, devra trouver ainsi un surcroît de force et une plus grande puissance de rayonnement.

.

Vu : le Doyen,
CAUWÈS

Vu : le Président de la thèse
CAUWÈS

Vu et permis d'imprimer
Le Vice-Recteur de l'Académie
L. LIARD

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages anglais

ASHLEY. — British Industries.

— Introduction à l'économie politique anglaise.

BARING. — History of the Bank of England.

BAGEHOT. — Lombard Street (éditions de 1873 et 1900).

BISHOP. — Rise of the Money Market 1640-1826.

CLARE. — A money Market primer.

CUNNINGHAM. — Growth of english industry et commerce

FRANCIS. — Chronicles of the Stock Exchange, 1849.

GORE BROWNE & JORDAN. — Joint Stock Companies (Hand.
book on).

PALMER'S. — Palmer joint stock Companies book.

ROGERS. — Interprétation économique de l'histoire.

Documents et statistiques

Rules of the Stock Exchange.

The Companies Act (1908).

Railway Statistics.

Municipal year book.

Canadian year book.

The « Statist ».

The « Economist » (suppléments de mai et d'octobre (1908-
1913) Trade supplements.

Statistiques de l'income-tax .

— du Stock Exchange official Intelligence 1900-1913.

The English Banking System (Enquêtes du sénateur Altrich en 1910).

Statistiques du commerce étranger, en France.

— du Rentier et de l'Économiste européen.

Autres ouvrages

ANDRÉADÈS. — Histoire de la Banque d'Angleterre.

BAMBERGER. — Erinnerungen.

BOURGUIN. — Systèmes socialistes et l'évolution économique.

CAUWÈS. — Economie politique (Cours).

COURTOIS. — Histoire des banques en France.

JAFFÉ. — Das englische bankwesen.

JOBIT. — Régime fiscal de valeurs mobilières.

JUGLAR. — Crises Commerciales.

LESCOEUR. — Société Commerciale en France et à l'étranger, 1877.

R.-G. LÉVY. — Trésors publics et banques d'émissions.

NEYMARCK. — Finances contemporaines.

RAFFALOVICH. — Le marché financier.

THALLER. — Droit commercial.

MAYENNE, IMPRIMERIE CHARLES COLIN
